

RBAAnalize

broj 61
travanj 2016.

Godina rastućih očekivanja

- Solidni pokazatelji u prvom tromjesečju
- Bez straha od deflacijske spirale
- Povratak ka jačanju kune
- Provedba reformi – preduvjet značajnijeg rasta dioničkog tržišta

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Tupungato

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Godina rastućih očekivanja.....	5
---------------------------------	---

Realni sektor

Rast se nastavlja	6
-------------------------	---

Fiskalna politika

Rizik okruženja i sporosti u provođenju reformi.....	8
--	---

Tržište duga

Zaduživanje se nastavlja... ..	9
--------------------------------	---

Tečaj i monetarna politika

Raniji početak jačanja kune	11
-----------------------------------	----

Inflacija

Bez straha od deflacijske spirale.....	12
--	----

Bilanca plaćanja i vanjski dug

U 2015. rekordni višak na računu tekućih transakcija	13
--	----

Politike središnjih banaka

Fed oklijeva, ESB ne štedi	14
----------------------------------	----

Nafta

Propao dogovor o zamrzavanju proizvodnje.....	15
---	----

Financijski sustav

Nakon CHF konverzije jača konkurencija između banaka	16
--	----

Tema broja: Građevinarstvo

Još uvijek u iščekivanju oporavka	17
---	----

Tržište dionica

Povratak optimizma na dionička tržišta.....	20
Minimalni rast indeksa CROBEX10 u drugom tromjesečju	21

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.e	2017.f	2018.f
BDP i proizvodnja										
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,4	1,6	1,5	1,5	2,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	45.093	45.022	44.737	43.959	43.516	43.045	43.921	44.741	46.094	47.814
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.471	10.479	10.451	10.301	10.225	10.156	10.381	10.612	10.943	11.357
Trgovina na malo, % promjena, realno	-11,6	-2,1	0,6	-4,1	-0,6	0,4	2,4	2,5	2,5	2,7
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	-9,2	-1,4	-1,2	-5,5	-1,8	1,2	2,6	3,0	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	0,5	1,6	2,5
%, prosjek	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-0,6	1,5	2,2
Proizvođačke cijene ¹ , %, kraj razdoblja	1,6	5,7	5,8	6,9	-2,6	-3,4	-4,4	0,2	2,0	2,3
%, prosjek	-0,4	4,3	6,4	7,0	0,5	-2,7	-3,9	-2,7	2,0	2,5
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	14,9	17,4	18,0	19,1	20,3	19,7	17,0	15,5	15,3	15,1
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	9,2	11,6	13,7	15,9	17,4	17,3	16,3	15,9	15,5	15,1
Prosječna neto plaća, u HRK	5.311	5.343	5.441	5.478	5.515	5.534	5.594	5.678	5.803	5.930
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-6,0	-6,2	-7,8	-5,3	-5,3	-5,5	-3,2	-3,0	-2,9	-2,8
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	162,1	191,3	216,7	233,6	270,9	284,2	289,7	297,3	307,9	320,0
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	49,0	58,3	65,2	70,7	82,8	86,5	86,7	87,2	87,6	87,5
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	15.577	17.007	18.110	18.315	18.764	19.978	21.991	23.420	24.638	25.648
% promjena	-15,9	9,2	6,5	1,1	2,5	6,5	10,1	6,5	5,2	4,1
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	17.244	17.158	18.297	18.097	18.573	19.106	20.757	21.691	22.667	23.370
% promjena	-23,0	-0,5	6,6	-1,1	2,6	2,9	8,6	4,5	4,5	3,1
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	-5,1	-1,1	-0,7	0,0	1,0	0,9	5,2	2,0	2,2	2,1
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	13.707	13.500	13.300	13.550
Međunarodne pričuve, u mjeseci- ma uvoza roba i usluga, kr	7,2	7,5	7,3	7,5	8,3	8,0	7,9	7,5	7,0	7,0
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	2.279	1.065	1.017	1.142	710	2.910	128	1.700	1.900	1.800
Noćenja turista, % promjena	-1,2	2,6	7,0	4,0	3,3	2,6	7,7	3,8	3,0	2,5
Inozemni dug, mlrd. EUR	45,6	46,9	46,4	45,3	46,0	46,7	45,5	46,1	47,2	48,0
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	101,1	104,2	103,7	103,0	105,6	108,4	103,7	103,0	102,4	100,4
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	292,7	275,8	256,2	247,3	244,9	233,6	207,1	196,8	191,6	187,1
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,09	5,57	5,82	5,73	5,55	6,30	6,99	7,29	6,83	5,88
pr, USD/HRK	5,28	5,50	5,34	5,85	5,71	5,75	6,86	6,90	7,19	6,32
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,31	7,39	7,53	7,55	7,64	7,66	7,64	7,65	7,65	7,65
pr, EUR/HRK	7,34	7,29	7,43	7,52	7,57	7,63	7,61	7,59	7,62	7,65
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	47,2	48,0	51,5	51,9	57,9	63,4	70,7	73,8	76,8	80,1
% promjena	-14,6	1,7	7,3	0,9	11,5	9,6	11,4	4,5	4,0	4,3
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	228,5	232,8	246,0	254,7	264,9	273,3	287,4	297,4	305,8	313,7
% promjena	-1,0	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,1	3,5	2,8	2,6
Plasmani, mlrd. HRK, kr	234,5	245,6	257,4	242,1	240,8	237,0	230,0	228,9	234,7	239,2
% promjena	-0,6	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-2,9	-0,5	2,5	1,9
ZIBOR 3m, %, pr	8,9	2,4	3,2	3,4	1,5	1,0	1,2	0,9	1,4	2,4
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	7,5	4,0	3,9	3,9	2,5	1,9	1,5	1,0	1,2	2,4

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

Godina rastućih očekivanja

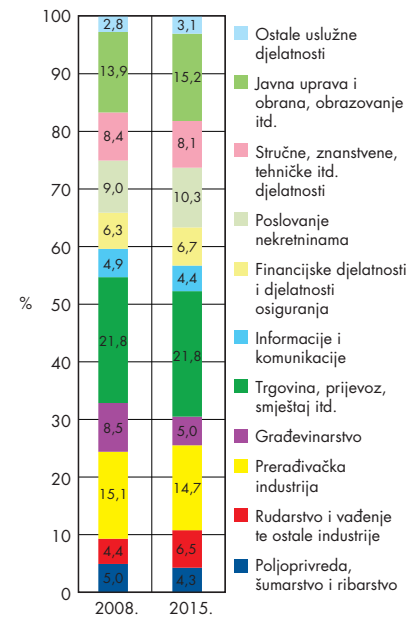
Nesigurnosti oko formiranja Vlade tijekom prvog tromjesečja nije ugrozilo oporavak započeo u 2015. Štoviše izgledan je nastavak pozitivnih, ali i dalje skromnih trendova, s poraslim očekivanjima potrošačkog i poslovnog optimizma. Rast se uglavnom temelji na domaćoj potražnji, dok visoka ovisnost o uvozu umanjuje pozitivne učinke inozemne potražnje. Navedeno naglašava potrebu za povećanjem udjela robe više dodane vrijednosti (veće kvalitete) koja je ujedno manje osjetljiva na troškove (osobito rada), ali i povećanje kvalitete turističke usluge te povezivanje iste s domaćom proizvodnjom. Sve navedeno moguće je jedino kroz olakšavanje poslovanja, provođenje strukturnih mjera te kvalitetniju preraspodjelu proračunskih izdataka. Pozitivno djeluje i izostanak inflacije koji zbog specifičnih okolnosti stvara učinak sličan poreznom rasterećenju budući da povećava realni raspoloživi dohodak, ali ne odgađa potrošnju koja je ionako još uvijek dominantno umjerena na osnovne životne potrebe. Iako su kratkoročni izgledi gospodarskog rasta poboljšani, a vanjska ranjivost smanjena zbog pozitivnog salda u razmjeni s inozemstvom, strukturne slabosti ostaju prisutne. Kao i prethodnih godina strukturne slabosti, kao i nužne mjere za njihovo ublažavanje i suzbijanje, bivaju adresirane i jasno definirane u novom Nacionalnom programu reformi od kojeg se očekuje dosljedna i odlučna provedba. Potonje je ujedno ključ za povećanje potencijalne stope rasta i povratak ka investicijskom rejtingu države.

Stoga uz fiskalnu politiku fokus ostaje prvenstveno na strukturnim politikama. Prve naznake uspješnosti trebali bi vidjeti u sljedećem proračunskom ciklusu za 2017. koji započinje srpanjskom izradom trogodišnjih smjernica ekonomske i fiskalne politike koje bi se dijelom trebale vidjeti na kvalitativnoj strukturi rashoda državnog proračuna za narednu godinu. Pozitivno iznenađenje koje je donijelo posljednje Izvješće o prekomjernom deficitu, odnosno bitno smanjene deficita konsolidirane opće države (na 3,2% BDP-a) uz ostvarenje primarnog suficita te razmjeno skroman i ispod očekivani rast javnog duga, potvrđuje da je i uz minimalne napore prilagodbu fiskalne politike moguće napraviti. No za održivi rast i povećanje općeg blagostanja bit će potrebno značajno više.

U međuvremenu financijska tržišta nastavila su plivati u obilju likvidnosti spuštajući kamatne stope i prinose na povijesno niske razine. Na europskom tržištu takvi uvjeti trebali bi zasigurno potrajati i u narednom jednogodišnjem razdoblju što povećava atraktivnost i za državna izdanja i za novo zaduživanje privatnog sektora. Međutim ekspanzivni karakter monetarnih politika je privremen i u suštini kupuje vrijeme potrebno za prilagodbu. Ključno pitanje pritom ostaje transfer viškova sredstva prema realnom sektoru koji bi trebao biti pokretač rasta i novog zapošljavanja. Za sada, barem u Hrvatskoj proces ostaje ograničen dijelom i zbog visoke zaduženosti svih sektora (koja premašuje 200% BDP-a). Ipak najava podrške malom i srednjem poduzetništvu kroz investicijske sheme razvojnih banaka i veća iskorištenost EU fondova ohrabruje očekivanja da bi se unatoč razduživanju rast na zdravijim osnovama mogao nastaviti.

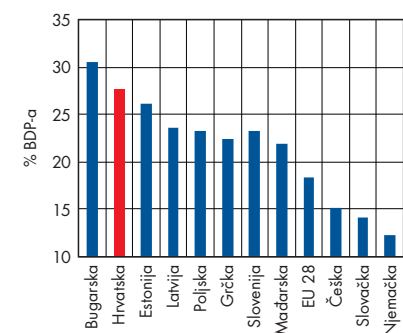
Poboljšani fiskalni izgledi i veći priljev deviza pružat će podršku domaćoj valuti koja uobičajeno ima izraženiji trend jačanja u razdobljima rasta. Međutim, uvjereni smo da će HNB ostati dosljedan u politici očuvanja stabilnosti domaće valute obzirom na još uvijek visok stupanj eurizacije tj. valutnog rizika kojem su izloženi svi sektori gospodarstva.

Struktura BDV-a



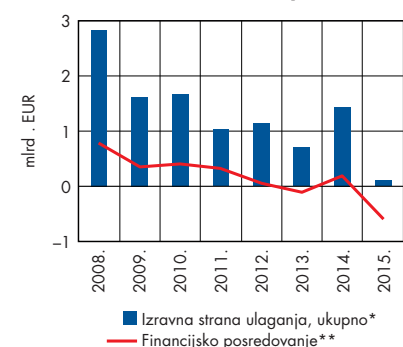
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Udio sive ekonomije u BDP-u, 2015.



Izvori: Schneider, F (2015), A.T. Kearney, Raiffeisen istraživanja

Izravne inozemne investicije



* bez kružnih ulaganja

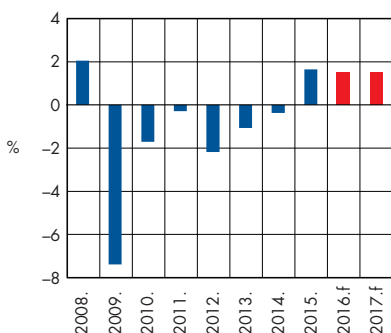
** osim osiguravajućih i morovinskih fondova

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Rast se nastavlja

- Domaća potražnja glavni pokretač rasta
- Potencijal i održivost rasta ovisni o učinkovitoj provedbi reformi

BDP, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Podaci o BDP-u za prvo tromjesečje vjerojatno će potvrditi nastavak oporavaka gospodarstva na tromjesečnoj i na godišnjoj razini. Objavljeni visokofrekventni pokazatelji na početku 2016. daju naslutiti da je rast primarno vođen domaćom potražnjom. Snažnije godišnje stope rasta uvoza roba umanjuju pozitivan doprinos rasta izvoza roba i usluga, potvrđujući tako visok udio uvoza u izvozu roba i usluga. Dio uvoza zasigurno je potaknut i očekivanim oporavkom investicija u bruto fiksni kapital. Snažniji zamašnjak ove komponente očekujemo u narednim tromjesečjima, potaknut priljevom kapitala iz inozemnih izvora (EU fondova i ostalih investicijskih shema). S druge strane, povišena neizvjesnost u razdoblju pred i neposredno nakon formiranja nove Vlade RH obeshrabrila je ulaganja javnog sektora kao i potrošnju države tijekom prvog tromjesečja. Pad državne potrošnje u prvom te očekivana stagnacija u preostalim tromjesečjima trebali bi dati blago negativan doprinos gospodarskom rastu na razini cijele godine.

Struktura trgovine na malo, veljača 2016.

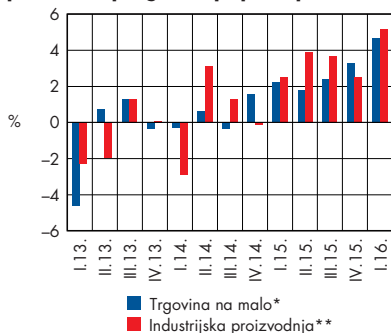


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

U našem osnovnom scenariju razmjeno snažan rast prerađivačke industrije, trgovine i ugostiteljstva na strani ponude trebao bi poduprijeti pozitivnu stopu ukupnog rasta, dok bi građevinarstvo unatoč tromjesečnom rastu moglo zabilježiti godišnju stagnaciju.

Nastavak rasta osobne potrošnje temelji se na povećanju prometa u trgovini na malo koja odražavaju blago pozitivna očekivanja potrošača. No, strukturni pregled prometa ukazuje da je glavnina potrošnje usmjerena na zadovoljavanje osnovnih životnih potreba. Oporavak osobne potrošnje podržavaju blagi porast zapošljavanja (prema podacima o broju osiguranika HZMO-o) i nominalnih plaća, što uz izostanak inflacije i smanjivanje kamatnih stopa na kredite omogućava rasterećenje osobnog dohotka potrošača. No, ostvareni porast realnih dohoda koristi se i za nastavak razduživanja sektora stanovništva, te nije dovoljan za stabilan oporavak osobne potrošnje.

Trgovina na malo i industrijska proizvodnja, godišnja promjena



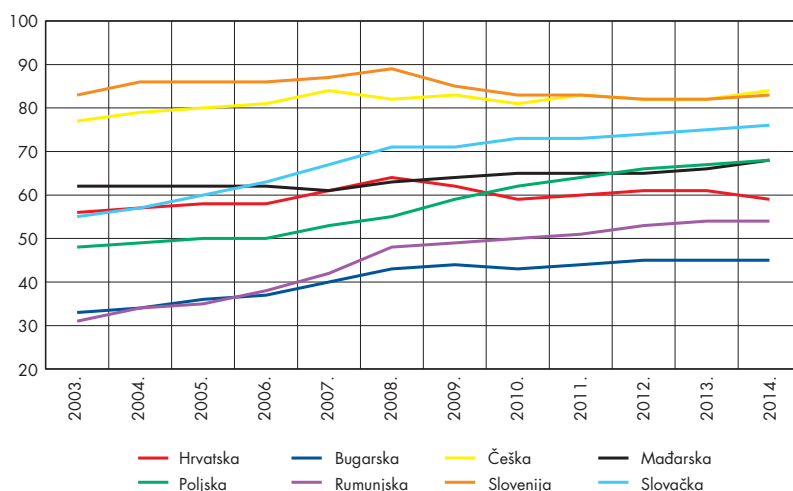
* trgovina na malo – realna promjena
 ** industrijska proizvodnja – promjena obujma
 Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Održivost pozitivne stope potencijalnog rasta ugrožava jačanje negativnog migracijskog salda. Problem odlijeva najproduktivnijeg stanovništva (*prime age* populacije) i demografsko starenje najveća su prijetnja za održivost ekonomskih politika u Republici Hrvatskoj (mirovinska, socijalna, fiskalna i dr.). Stoga je provedba strukturnih mjera usmjerena na povećanje funkcionalnosti tržišnog gospodarstva nužna za zaustavljanje negativnih tendencija. Ključno pitanje održivosti rasta moguće je riješiti efikasnom provedbom mjera adresiranih u novom programu reformi. Naime, u sklopu obveza prema godišnjem ciklusu Europskog semestra, Vlada je krajem travnja predstavila Nacionalni program reformi i Program konvergencije za razdoblje 2016.–2019. godine. Dva glavna cilja predloženih strukturnih politika odnose se na povećanje održivosti javnog duga te promicanje rasta i zapošljavanja. Isti bi se trebali provesti kroz četiri ključna reformska područja: makroekonomska stabilnost i fiskalna održivost; lakši uvjeti poslovanja i bolja investicijska klima; veća učinkovitost i transparentnost javnog sektora te bolje obrazovanje za tržište rada. Dugoročno održiv gospodarski rast oslanja se na zacrtanih 60 reformskih mjera koje su segmentirane na goruće probleme javnog sektora (mirovinski i zdravstveni sustav, socijalna davanja, obrazovanje,

neučinkovitost javne birokracije). Predložen je i niz mjera u cilju unaprjeđenja poslovne klime (poput spajanja gruntovnice i katastra, smanjenja parafiskalnih nameta te jače informatizacije i automatizacije kod pružanja javnih usluga).

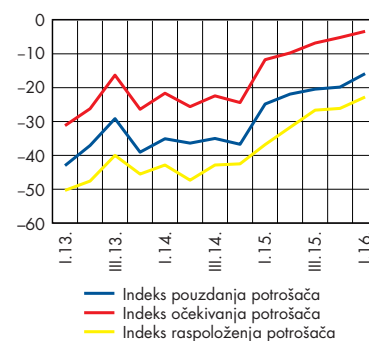
Kao i prethodnih godina neizvjesno je hoće li se navedene mjere implementirati u predviđenim rokovima. Odgoda konsolidacije javnih financija i već identificiranih strukturnih mjera kao i zadržavanje nepovoljnog investicijskog okruženja mogli bi ugroziti srednjoročne i dugoročne izgleda rasta. U kratkom roku negativan rizik je osobito prisutan u mogućnosti daljnjeg pada investicijskog rejtinga te kroz veće troškove financiranja i demotivaciju ulaganja. U takvom scenariju Hrvatska bi ušla u razdoblje stagnacije i komparativnog zaostajanja. Dodatno, očekivani oporavak gospodarske aktivnosti izložen je riziku promjene na vanjskim tržištima kao i unutarnjim političkim rizicima. U stresnom scenariju vanjski šokovi mogli bi negativno utjecati na izvoz roba i usluga, i to kroz usporavanje rasta u EU i ostalim vanjskotrgovinskim partnerima Hrvatske, ili kroz jačanje geopolitičkih napetosti s negativnim utjecajem na turizam. Neizravni negativni učinci tada bi se prelili i na ostale segmente gospodarstva (kroz manji raspoloživi dohodak kućanstava, niže zapošljavanje, niže prihode kompanija, niže priljeve državnog proračuna itd.). No, vrijeme za provedbu mjera kojima bi se ublažio negativni utjecaj mogućih vanjskih šokova još uvijek nije isteklo. U slijedećim mjesecima ćemo saznati hoće li biti i kvalitetno iskorišteno.

BDP po glavi stanovnika (PPS), EU 28 = 100



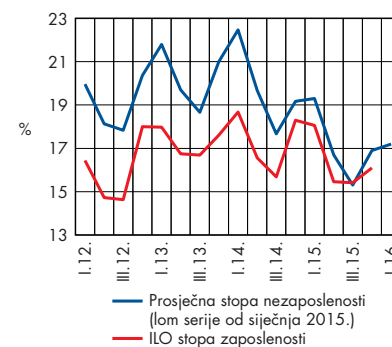
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Anketa o pouzdanju potrošača



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Stopa nezaposlenosti

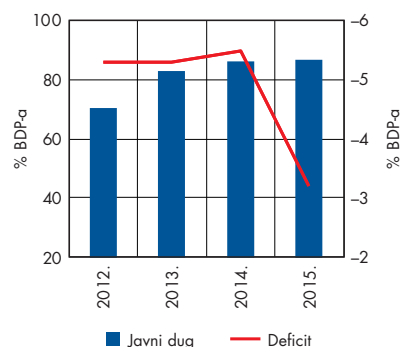


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Rizik okruženja i sporosti u provođenju reformi

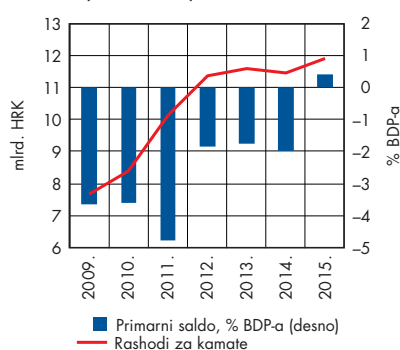
- Prvo tromjesečje: fiskalna inercija u sjeni političkih zbivanja
- Ambiciozan plan fiskalne konsolidacije u srednjem roku

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



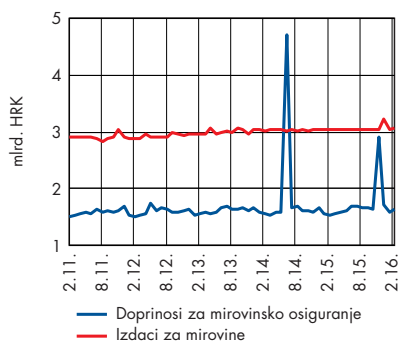
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Primarni saldo konsolidirane opće države (ESA 2010)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od mirovinskih doprinosa i rashodi za mirovine



* podaci od prosinca 2015. su preliminarni
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Nova fiskalna godina započela je u znaku privremenog financiranja koje je zadanom inercijom odredilo proračunski tijek u prva tri mjeseca. Uz istovremeno preslagivanje snaga na političkoj sceni, u uvjetima "izgubljenog" prvog tromjesečja naposljetku je usvojen i prijedlog državnog proračuna za trogodišnje razdoblje od 2016.–2018. Jasna orijentacija ka daljnjem smanjenju fiskalnog deficita te stabilizaciji javnog duga već u ovoj godini doima se prilično ambiciozno (ali ne i nemoguće), pri čemu valja naglasiti nekoliko ključnih rizika koji mogu ugroziti konvergencijski plan u okviru predložene fiskalne konsolidacije. Naime, pretpostavka o gospodarskom rastu utemeljenom na jačoj domaćoj potražnji ostavlja prostor za bojazan da će osobna potrošnja, kao glavna sastavnica BDP-a, ostati pod pritiskom još uvijek nepovoljnog stanja na hrvatskom tržištu rada. S druge pak strane, osim izostanka inflatornih pritisaka, na rast realnog dohotka zasigurno će utjecati pozitivna očekivanja o još jednoj dobroj turističkoj sezoni pa bi se isti djelomično mogao kanalizirati i kroz veću osobnu potrošnju. Zasad, visokofrekventni makroekonomski pokazatelji u prvom tromjesečju ukazuju na pozitivnu korelaciju s kretanjem ukupnih proračunskih prihoda. Istovremeno, niži javni rashodi tijekom prvih mjeseci prvenstveno su odraz odgođene državne potrošnje uslijed Odluke o privremenom financiranju. U takvim uvjetima fiskalna aktivnost u 2016. godini predviđa značajan porast rashoda koji će se financirati iz očekivanog priljeva sredstava iz EU fondova (pritom ostvarujući neutralan učinak na razinu fiskalnog deficita). Bez obzira na poboljšani apsorpcijski kapacitet, mogući rizici i dalje proizlaze od kompleksnosti procedura te manjka ljudskih resursa sa specifičnim vještinama u povlačenju europskog novca. Na troškovnoj strani, i pored "zamrznutih" ukupnih rashoda koji se financiraju iz općih izvora (gdje i nastaje najveći dio deficita), u ovoj je godini predviđen značajan godišnji rast izdataka za kamate, ali i troškova za mirovine. Stoga u 2016. godini predviđamo nešto višu razinu deficita u odnosu na Vladine projekcije (na razini od oko 3% BDP-a). Osim toga, važno je naglasiti da u proračunu nisu planirana sredstva za povećanje plaća zaposlenima u javnim i državnim službama što implicira rizik materijalizacije naslijeđenih kolektivnih ugovora.¹ U konačnici, politika zadržavanja rigidne strukture proračunskih rashoda uz ostvarenje pozitivnih trendova iz okruženja može rezultirati statistički nižim udjelom deficita u BDP-u, no stvarna fiskalna konsolidacija trebala bi pokazati znatno nižu ovisnost o globalnim ekonomskim i političkim trendovima. Implementacija reformi u okviru *Nacionalnog plana* i *Programa konvergencije* dodatno će biti ojačana pozitivnim pritiskom od strane Europske komisije kroz postupke MIP-a i EDP-a. Nužne reforme u mirovinskom i zdravstvenom sustavu posljedica su neodrživih socio-ekonomskih kretanja koji kontinuirano vrše pritisak na dinamiku javnog duga. Mobilizacija državne imovine imat će suprotan učinak, no isti bi mogao biti kratkog daha ukoliko se ne provedu strukturni zahvati. Stoga uz projicirani nastavak primarnog proračunskog viška, očekujemo stabilizaciju javnog duga tijekom naredne dvije godine.

¹ Sukladno sporazumu iz 2009. godine slijedom rasta BDP-a u dva uzastopna tromjesečja za dva i više posto, zaposlenici državnih i javnih službi imaju pravo na povećanje osnovice za plaće za 6%. To bi značilo i povećanje proračunskih rashoda za dodatnih 1,8 mlrd. kuna.

Zaduživanje se nastavlja...

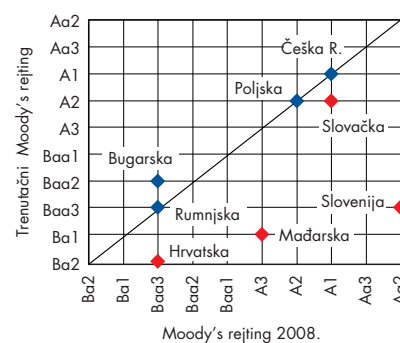
- Izlazak na inozemno tržište još u prvoj polovici godine?
- Pojačani interes na kraćem kraju kunske krivulje prinosa

Početak ožujka očekivano agencija Moody's spustila je kreditni rejting dugoročnog zaduživanja Hrvatske za jednu razinu (na Ba2) uz negativne izgleda, odnosno dvije razine ispod investicijskog. Osnovni razlozi za spuštanje rejtinga bili su visoki i rastući javni dug uz slabe izgleda preokreta do kraja desetljeća te kontinuirano slabi izgleda rasta zbog niskih investicija i strukturnih slabosti, niske zaposlenosti i uskih grla u privlačenju EU fondova. Iako je Vlada u svom programu ambiciozno predložila paket potrebnih strukturnih reformi, negativni izgleda odražavaju sumnju u mogućnost provede ističući i politički rizik potpore većine u Saboru. Usklađivanje hrvatskog kreditnog rejtinga od strane agencije Moody's s ostale dvije rejting agencije (S&P i Fitch) nije imalo značajniji negativan utjecaj na kretanje cijena hrvatskih izdanja obveznica.

Mirno i stabilno razdoblje uz smanjene volumene trgovanja obilježilo je kretanje na domaćem tržištu obveznica u proteklom dijelu godine. Nešto izraženije trgovanje odvijalo se na kraćem kraju krivulje prinosa gdje je posljedično zabilježen i blagi pad prinosa. Naime, obzirom da se prinos na jednogodišnje kunske trezorske zapise do kraja ožujka postupno spustio na povijesno nisku razinu (0,97%) razumljivo je bilo okretanje tržišnih sudionika prema kuskim izdanjima obveznica sličnog dospijea koje nude atraktivniji prinos. S obzirom da će monetarna politika i u nastavku godine podržavati visoku likvidnost prinosi kratkoročnih vrijednosnica zasigurno će se zadržavati na niskim razinama. Sredinom veljače HNB je održala prvu od četiri strukturne repo operacije planirane za ovu godinu. Najava aukcije utjecala je na blagi pad u prinosima s obzirom da je HNB u listu prihvatljivoga kolaterala uključila sve dužničke vrijednosne papire izdavatelja iz RH (u svim valutama). Na primarnom tržištu, nakon domaćeg izdanja u prosincu prošle godine koje je produžilo kunsku krivulju prinosa do 2026. sredinom ožujka ove godine uslijedilo je novo državno izdanje odnosno druga tranša navedene obveznice u iznosu od 4 mlrd. kuna te prinosom od 3,99%. Do kraja godine očekujemo nastavak mirnog razdoblja podržanog visokom likvidnošću na tržištu uz stabilno kretanje cijena i prinosa domaćih izdanja obveznica. Tome u prilog ide i projicirani oporavak gospodarstva te očekivana konsolidacija javnih financija.

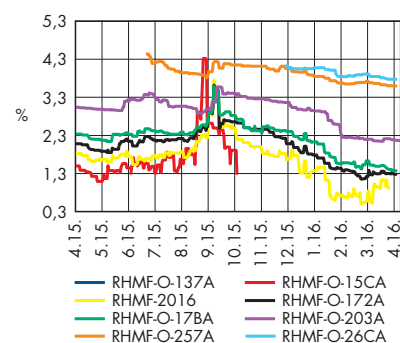
Hrvatske euroobveznice pratile su trendove obveznica zemalja srednje i istočne Europe. Iako u dugoročnoj perspektivi makroekonomska kretanja na domaćem tržištu imaju utjecaj na kretanje hrvatskih euroobveznica, što je jasno vidljivo u relativno višoj premiji rizika u odnosu na usporedive zemlje, sentiment na tržištima obveznica SIE regije kratkoročno ipak značajnije utječe na njihovo kretanje od samih domaćih makroekonomskih pokazatelja. Tako su, i u prvom ovogodišnjem tromjesečju, na krilima pada prinosa na obvezničkim tržištima SIE regije podrptute povoljnim poslovnim rezultatima u gospodarstvima SAD-a i Europe, hrvatske euroobveznice bilježile blagi pad prinosa dok je spread u odnosu na referentna izdanja fluktuirao u rasponu 20bb (između 360 i 380bb). Sredinom travnja spreadovi u odnosu na referentna izdanja suzili su se za gotovo 10 bb i dotakli povijesno niske vrijednosti u ovoj godini (prinos euroobveznice dospijea 2025. spustio se do 3,55%). Povoljan trend potvrđuje i kretanje dolarske

Moody's kreditni rejting



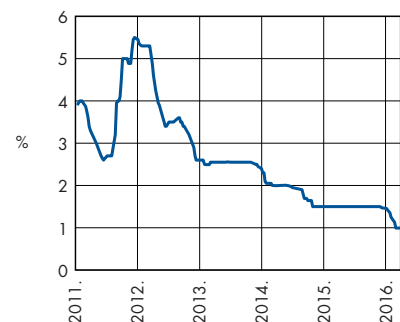
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na kunske državne obveznice



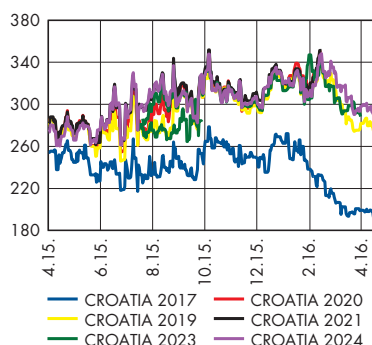
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Krivulja prinosa na 1-god. kunski trezorski zapis



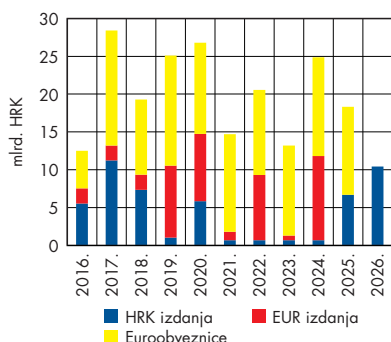
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Spredovi iznad referentnih izdanja (USD euroobveznice)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

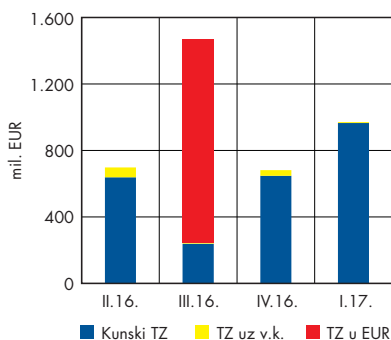
Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



* preračunato po srednjem tečaju HNB-a na dan 31. ožujka 2016.

Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Preostala dospijeca trezorskih zapisa



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

premijske osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnju obveznicu koji se pred kraj travnja spustio na 262bb (najniža razina od srpnja 2015). I u nastavku godine izdašna likvidnost na europskim tržištima, kao posljedica ekspanzivnog karaktera monetarne politike koju vodi ESB uz povijesno niske razine prinosa nastavit će pozitivno utjecati i na kretanje obveznica SIE regije. Navedeno će se odraziti i na kretanje hrvatskih izdanja. Iako, premija rizika Hrvatske ostat će i dalje znatno viša od usporedivih država regije jasno odražavajući da je za stjecanje povjerenja ulagača potrebno materijalizirati ambiciozne planove Vlade.

U ovoj godini dospijeva samo jedno domaće kunsko izdanje i to u srpnju (3,5 mlrd. kuna). Nadalje, eurski trezorski zapis izdan u veljači 2015. zbog 18-mjesečnog dospijeca na naplatu stiže u kolovozu. Još nije poznato na koji će način biti refinanciran, kroz planirana izdanja obveznica ili novim izdanjem trezorskih zapisa. Ukupno dospijeeće obveza po izdanim vrijednosnicama i kreditima opće države prema našoj procjeni u ovoj godini premašuje 7,1 mlrd. eura. Uz procijenjeni manjak općeg proračuna od oko 3,0% BDP-a ukupne obveze refinanciranja približavaju se 20% BDP-a. U navedenim obvezama uključene su i obveze po izdanim trezorskim zapisima čiji se dug po dospelju uobičajeno zanavlja.

Prema računu financiranja koji je Vlada objavila u sklopu proračuna za 2016. izdanjem vrijednosnih papira, odnosno obveznica, planirano je prikupiti 17,65 mlrd. kuna proračunskih primitaka. Od toga se 7,65 mlrd. kuna odnosi na zaduživanje na domaćem tržištu kapitala dok preostali iznos financijskih potreba država namjerava podmiriti izdanjem međunarodne obveznice, vjerojatno na europskom tržištu. Ne isključujemo mogućnost izlaska na inozemno tržište još u prvoj polovici ove godine. Budući da je Fed krajem 2015. započeo s normalizacijom kamatne stope, a nastavak ciklusa podizanja referentne kamatne stope, iako sporijom dinamikom, očekuje se i tijekom ove i 2017. godine, smatramo kako je američko tržište manje izgledna (ali ne i nemoguća) opcija. Sredinom ljeta u skladu s najavljenim planom financiranja očekuje nas vjerojatno još jedno domaće izdanje.

Raniji početak jačanja kune

- Bez straha od deprecijacije kune
- Visoka kunska likvidnost uz razmjeno mali interes za repo operacijama

Povećani priljev deviza uslijed ranijeg početka turističke predsezone uz snažniju potražnju za kunama uobičajenu pred uskršnje blagdane doprinio je ranijem sezonskom jačanju kune. Oporavak gospodarske aktivnosti uobičajeno je praćen jačanjem domaće valute čemu vjerojatno pridonosi i priljev kapitala iz inozemnih izvora. Kuna je podršku zasigurno pronašla i u smanjenju političke nesigurnosti te nešto povoljnijim fiskalnim izgledima. Kraj prvog tromjesečja zaključen je na razini od 7,52 kune za euro odnosno 1,5% niže u odnosu na kraj 2015. Uz navedene čimbenike treba se prisjetiti da su prošlogodišnje, razmjeno visoke razine tečaja EUR/HRK bile pod snažnim utjecajem jednostranih odluka Vlade o fiksiranju tečaja švicarskog franka za otplate kredita. Na početku drugog tromjesečja tržišni tečaj EUR/HRK je nastavio lagano klizati prema nižim razinama.

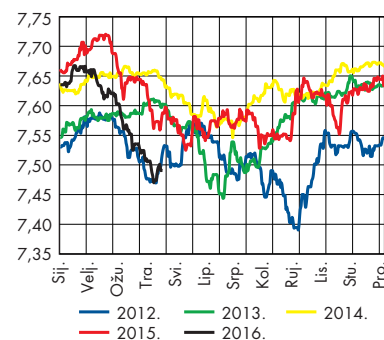
S približavanjem glavne turističke sezone te uz nastavak rasta robnog izvoza očekujemo nastavak priljeva deviza te uobičajeno jačanje kune u odnosu na euro. Eventualni izlazak države na inozemna tržišta kapitala tijekom drugog tromjesečja kroz plasman euroobveznice trebao bi imati neutralan učinak na tečaj obzirom da se priljev deviza po toj osnovi i eventualna konverzija u kune uobičajeno odvija kod središnje banke čime se jačaju devizne pričuve. Provedba reformi uz poboljšanje investicijske klime zasigurno bi pružila podršku domaćoj valuti kroz snažniji priljev investicija i stabilniji oporavak. 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. S obzirom na dosljednost HNB-a u očuvanju stabilnosti tečaja kune u odnosu na euro, a u slučaju snažnijih i naglih pritisaka na jačanje kune ne isključujemo deviznu intervenciju središnje banke. Sa završetkom ljeta kuna bi trebala bilježiti uobičajeno blagu deprecijaciju pri čemu uzlaznu tendenciju EUR/HRK očekujemo do kraja godine. Ipak, prosječni tečaj kune u odnosu na euro na razini cijele godine trebao bi biti niži u usporedbi s 2015.

Rizik ostvarenja ovakvih očekivanja, odnosno zamjetnije slabljenje kune moguće je očekivati ukoliko se makroekonomsko okruženje bitno pogorša što podrazumijeva odgodu reformi i povratak k recesijskim kretanjima. Za sada potonji scenarij nije izgledan, već štoviše dosadašnja kretanja tečaja kune u odnosu na euro upućuju da bi tijekom 2016. godine po prvi puta nakon šest godina kuna na godišnjoj razini mogla zabilježiti porast vrijednosti u odnosu na euro.

Osim nastavka politike stabilnog tečaja kune prema euru, monetarna politika podržavat će i dalje visoku kunsku likvidnost. U takvim uvjetima kamatne stope na tržištu novca zabilježile su pad duž krivulje pogodujući zadržavanju prinosa na trezorske zapise na povijesno niskim razinama. Na navedeno je zasigurno utjecala i prva strukturalna dugoročna repo operacija sredinom veljače. Ipak, vjerojatno još uvijek nedovoljna potražnja za kreditima bila je jedan od uzroka razmjerno slabog interesa kreditnih institucija.

Do kraja drugog tromjesečja ne predviđamo promjene ni u pogledu izdašnosti kunske likvidnosti ni posljedično promjene kamatnih stopa. Plasman kunske obveznice na domaćem tržištu kapitala (vjerojatno tijekom ljetnih mjeseci) ne bi trebao bitnije pomaknuti kamatne stope.

Srednji tečaj EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj HNB-a

Valuta	Srednji tečaj 30.4.16.	Promjena u odnosu na: 30.4.2015.		
		Tečaj	Kretanje	%
EUR	7,5237	7,6446	↓	-1,58
USD	6,6481	7,0503	↓	-5,70
CHF	6,8968	7,3084	↓	-5,63
GBP	9,5685	10,4563	↓	-8,49

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Pokazatelj monetarne politike



Napomena: Pokazatelj monetarne politike = Imovina kreditnih institucija koja se drži zbog regulative/pasiva kreditnih institucija. Imovina kreditnih institucija koja se drži zbog regulative (umanjena za viškove likvidnosti) uključuje obračunatu obveznu pričuvu u kunama, izdvojenu obveznu pričuvu u devizama, graničnu obveznu pričuvu, blagajničke zapise HNB-a i minimalno potrebna devizna potraživanja.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prognoza tečaja

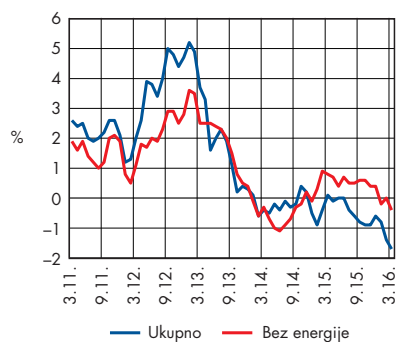
	2016.e	2017.f
EUR/HRK, pr	7,59	7,62
EUR/HRK, kr	7,65	7,65
USD/HRK, pr	6,90	7,19
USD/HRK, kr	7,29	6,83
CHF/HRK, pr	6,90	6,74
CHF/HRK, kr	6,95	6,65

Izvor: Raiffeisen istraživanja

Bez straha od deflacijske spirale

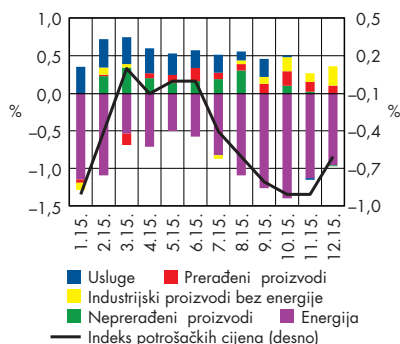
- Nastavak deflatorskih pritisa na domaćem tržištu
- Pad cijena još nije postao strukturalni problem

Inflacija, godišnja promjena



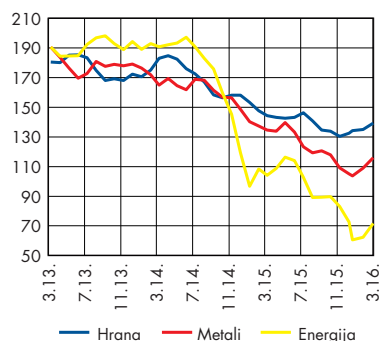
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Doprinosi komponenata inflaciji



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Indeks robnih cijena (2005 = 100)



Izvori: MMF, Raiffeisen istraživanja

Nastavak razdoblja niskih cijena na robnim tržištima, s fokusom na kretanje cijene nafte i dalje ostaju glavni čimbenik kretanja razine cijena. Posljednji podaci o kretanju inflacije u eurozoni krajem prvog tromjesečja, ukazuju na usporavanje deflatorskih pritisa (godišnja stagnacija u ožujku). Promatrano prema glavnim komponentama, inflaciju u negativnom teritoriju zadržavaju prvenstveno cijene energije. S druge strane u istom promatranom razdoblju cijene usluga te hrane, alkohola i duhana su zabilježile ubrzanje rasta.

U prvom ovogodišnjem tromjesečju zabilježeno je ubrzanje godišnjeg pada potrošačkih cijena na domaćem tržištu (na 1,3% naspram 0,8% u posljednjem tromjesečju 2015.). Potrošačke cijene su u ožujku zabilježile godišnji pad od 1,7%, čime je sa sporadičnim prekidima nastavljen trend koji traje od veljače 2014. Ovo je ujedno i najznačajniji godišnji pad otkad DZS prati kretanje inflacije indeksom potrošačkih cijena. Ubrzanje deflatorskih pritisa i niže cijene na godišnjoj razini pritom najviše podržavaju niže cijene goriva i maziva te prehrane. Pad cijena sirove nafte na svjetskim robnim tržištima na najnižu razinu od 2003. (ispod 30 dolara za barel) početkom godine prelio se i na domaće cijene pa su tako krajem prvog tromjesečja ove godine cijene goriva i maziva za osobna prijevozna sredstva niže za čak 13,1% na godišnjoj razini. Trenutna inflacija je troškovno generirana kroz niže cijene proizvodnje, transporta i ostalih ulaznih troškova, što posredno utječe na niže cijene šireg asortimana roba i usluga. Doprinos padu cijena na godišnjoj razini došao je i od pada cijena prehrane (2%), koje u strukturi potrošačke košarice čine gotovo 30%. Međutim, isključimo li volatilne komponente cijena energije i prehrane koje u košarici potrošačkih cijena čine preko 50%, temeljna godišnja stopa inflacije u istom razdoblju bilježi godišnji rast od 0,6%.

U Hrvatskoj zasad pad cijena nije postao strukturalni problem te još uvijek ne vidimo rizik od deflacijske spirale. Pad cijena energije (sirove nafte) privremenog je karaktera i nije ugrađen u inflacijska/deflacijska očekivanja. S druge strane pad cijena hrane sam po sebi ne odgađa proizvodnju i potrošnju obzirom na nužnost zadovoljavanja osnovnih životnih potreba. Učinak koji se stvara u ovom slučaju je sličan poreznom rasterećenju jer povećava realni raspoloživi dohodak. Međutim, ostaje činjenica da 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.

U nastavku godine uz uvezene deflatorne pritiske, izostanak inflatornih pritisa trebao bi biti dodatno podržan i administrativnim smanjenjem cijene plina od 1. travnja, što će biti vidljivo u kategoriji stanovanja, vode, električne energije, plina i ostalih goriva. Snažnije inflatorne pritiske za sad ne očekujemo ni od strane domaće potražnje budući da je ona još uvijek potisnuta nedovoljnim oporavkom tržišta rada. S druge strane, očekivani porast cijena sirove nafte na svjetskim tržištima (prema kraju godine) uz bazni učinak mogao bi ublažiti deflacijske pritiske.

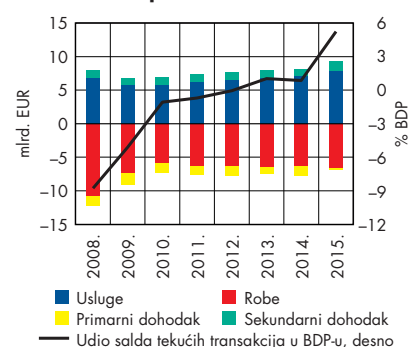
U 2015. rekordni višak na računu tekućih transakcija

- Odlična turistička sezona i snažan učinak CHF konverzije
- Niži vanjski dug – nastavak razduživanja kreditnih institucija

U 2015. Hrvatska je i treću godinu zaredom zabilježila pozitivni saldo na tekućem računu u bilanci plaćanja. Povijesno najviši suficit u iznosu od 2,3 mlrd. eura ili 5,2% BDP-a uz blaga strukturalna poboljšanja najvećim dijelom je posljedica evidentiranih gubitaka banaka u stranom vlasništvu uzrokovanih prisilnom CHF konverzijom. S druge strane, pozitivan doprinos poboljšanju platne bilance očekivano je došao kao izravna posljedica odlične turističke sezone koja je polučila prihode od gotovo 8 mlrd. eura. Posljedično je treću godinu zaredom višak na računu usluga nadmašio uobičajeni manjak na računu roba koji je na godišnjoj razini zabilježio pogoršanje. Potonje upućuje na strukturne slabosti realnog sektora koji će i u narednom razdoblju generirati robni deficit uz prisutnu visoku uvoznju komponentu hrvatskog izvoza. Premda visokofrekventni makroekonomski pokazatelji (poput industrijske proizvodnje) ukazuju na izvjesna poboljšanja početkom godine, nastavak godišnjih stopa rasta izvoza i uvoza mogao bi usporiti. I pored solidnih pokazatelja iz turističke predsezone, očekujemo da će deficit na računu roba uobičajeno premašiti višak na saldu usluga u prvom ovogodišnjem tromjesečju. Međutim, pozitivan doprinos mogao bi doći od rastućih doznaka iz inozemstva, na što upućuje i intenziviranje trenda migracijskog odljeva radno sposobnog stanovništva tijekom prvog ovogodišnjeg tromjesečja.¹ Na razini cijele 2016. godine, osim još jedne dobre turističke sezone očekuju se i značajno veća sredstva iz EU fondova, što bi uz niže cijene nafte na godišnjoj razini moglo rezultirati još jednim pozitivnim saldonom na tekućem računu platne bilance, i četvrtu godinu zaredom. Isti će biti značajno niži obzirom da će u 2016. izostati učinak prisilne CHF konverzije.

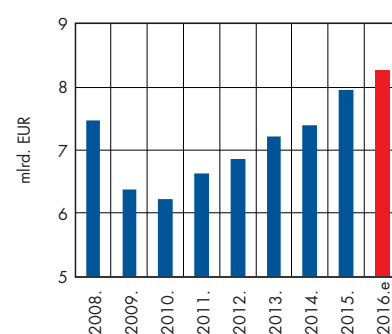
Osim posljedično uzrokovanih gubitaka, protekla godina je za bankarski sektor bila u znaku nastavka procesa razduživanja prema inozemstvu, posebice u drugoj polovici godine. Dvoznamenkasti godišnji pad inozemnog duga kreditnih institucija (za 25%) snažno se odrazio na pad ukupnog bruto inozemnog duga RH koji je koncem 2015. iznosio 45,5 mlrd. eura ili 103,7% BDP-a (godišnji pad za 2,4%). Proces razduživanja banaka prema inozemstvu započeo 2012. godine mogao bi se nastaviti i u narednom razdoblju, dodatno podržan jačanjem potražnje za kreditima u domaćoj valuti. S druge strane, inozemni dug javnog sektora (koji u širem obuhvatu čini preko 40% ukupne bruto inozemne zaduženosti RH) u prošloj je godini zabilježio značajan rast od 9,7%. Obzirom na izdašnu likvidnost na inozemnim financijskim tržištima, dodatno potaknutu najnovijim ekspanzivnim mjerama ESB-a, do konca godine očekujemo daljnji rast inozemne komponente državnog duga. Povoljniji uvjeti zaduživanja u inozemstvu mogli bi dodatno pridonijeti i nastavku rasta inozemnog duga u segmentu privatnih nefinancijskih poduzeća višeg boniteta koja će na takav način supstituirati manje atraktivne uvjete na domaćem financijskom tržištu.

Tekući račun platne bilance



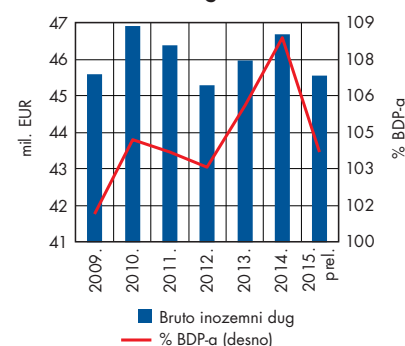
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizma



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug



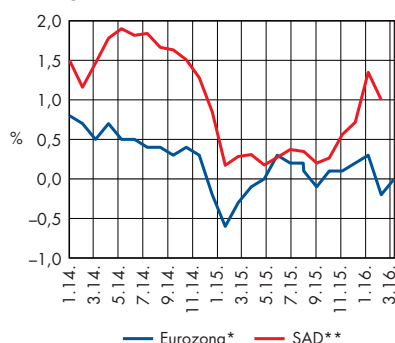
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

¹ Prema podacima HZZ-a, u prošloj godini je 4.770 osoba izišlo iz službene evidencije nezaposlenih radi zapošljavanja u inozemstvu. Tijekom prvog tromjesečja 2016. njihov broj je povećan za gotovo 24% godišnje.

Fed oklijeva, ESB ne štedi

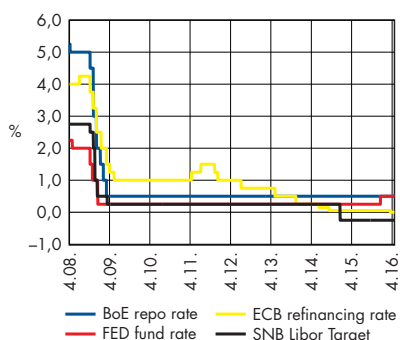
- ESB u program otkupa obveznica uključila i korporativne obveznice
- Samo jedno podizanje ključne kamatne stope Feda do kraja godine?

Inflacija



* HICP za eurozonu
 ** PCE deflator za SAD
 Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Referentne kamatne stope



Izvori: Fed, ESB, BoE, SNB, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja na financijskim tržištima

	Lip. 16.	Pro. 16.	Ožu. 17.
EUR/USD	1,10	1,05	1,01
Fed referentna kamatna stopa	0,75	1,00	1,25
3-mj. LIBOR (USD)	0,7	0,9	1,2
SAD 10-god. prinos	2,2	2,5	2,6
ESB referentna kamatna stopa	0,00	0,00	0,00
3-mj. EURIBOR	-0,25	-0,25	-0,25
Prinos na njemačku 10-god. obveznicu	0,3	0,8	0,8

Na dan 22.4.2016.
 Izvor: Raiffeisen istraživanja

Očekivan nastavak snažnijeg razilaženja u monetarnim politikama dviju najvećih svjetskih središnjih banaka potvrđen je i na sastancima njezinih čelnika u ožujku. ESB nastavlja slijediti svoju politiku poplave tržišta s novcem središnje banke te je odlučila dodatno olabaviti svoju monetarnu politiku spustivši između ostalog referentnu kamatnu stopu na 0,0%, a mjesečni program otkupa obveznica povećati na 80 mlrd. eura. Dodatno, prilično neočekivano, ESB je u program otkupa obveznica uključila i korporativne obveznice. Sredinom ožujka, višak likvidnosti u bankarskom sustavu bio je na razini od 700 mlrd. eura. S povećanim opsegom kupovine obveznica, likvidnost središnje banke povećat će se za otprilike još 900 mlrd. eura. Obzirom na navedeno, prema našem mišljenju, kamatne stope na novčanom tržištu (*Euribor*) će i dalje lagano kliziti prema nižim razinama i ostati u negativnom teritoriju sljedećih godinu dana. Uostalom, ESB je signalizirala da ne planira podizanje referentnih kamatnih stopa još duže vrijeme, čak i nakon završetka programa otkupa obveznica koji će se nastaviti barem do ožujka sljedeće godine. Ipak, stajališta vodećih čelnika ESB-a s posljednjeg sastanka krajem travnja glede daljnjeg razvoja gospodarstva i stope inflacije čine se nešto pozitivnija. Ne spominje se više potencijalni rizik daljnjeg pada inflacije iako je jasna tendencija dodatnog ublažavanja monetarne politike tijekom godine. Vjerujemo kako daljnje labavljenje monetarne politike neće biti potrebno i kako će ESB politiku "promatranja" (engl. *wait-and-see*) tržišta nastaviti tijekom cijele 2016. U skladu s predviđanjima ESB-a očekujemo umjeren rast BDP-a u eurozoni (1,4%), dok bi prema našem mišljenju stopa inflacije mogla zabilježiti snažniji rast u drugoj polovici godine u odnosu na očekivanja središnje banke. U slučaju da se naša predviđanja pokažu točna, ESB više neće imati razloga za suzbijanjem deflatornih rizika još agresivnijom monetarnom politikom. S druge strane Atlantika, američka središnja banka na posljednjem je sastanku ostavila referentnu kamatnu stopu nepromijenjenu (u rasponu od 0,25% do 0,5%). Donekle iznenađujuće je kako trenutno manji dio čelnika FOMC-a očekuje daljnje povećanje ključne kamatne stope u ovoj godini za samo 50 bb. Kao razloge za sporiju dinamiku smanjenja kamatnih stopa, guvernerka Yellen navodi između ostalog, smanjenje globalnih gospodarskih izgleda, rastuće premije na kredite kompanijama s dobrim rejtingom i, navodno, vrlo niske realne kamatne stope. Unatoč vrlo pozitivnim kretanjima na tržištu rada u posljednjim tromjesečjima Yellen smatra kako kapacitet tržišta rada još uvijek nije dovoljno iskorišten, a snažniji rast temeljne stope inflacije treba pripisati izvanrednim kretanjima, a ne kontinuiranom oporavku kretanja potrošačkih cijena. Prema našem mišljenju, postoje brojni drugi pokazatelji koji pobijaju činjenicu da još uvijek postoji nedovoljna iskorištenost tržišta rada. Budući da je jasno da Fed želi povećavati kamatne stope vrlo sporom dinamikom (ili ih uopće ne želi povećati) bez obzira na posljednje pokazatelje prezasićenosti gospodarskih kapaciteta i rastućih inflatornih rizika snizili smo očekivanja glede dinamike podizanja ključne kamatne stope. Stoga, u ovoj godini očekujemo dva podizanja kamatnih stopa za 25 bb (u lipnju i prosincu). Tako bi na samom kraju ove godine kamatne stope bile u rasponu od 0,75% do 1,0% (u odnosu na prethodno projiciranih 1,25% do 1,50%).

Propao dogovor o zamrzavanju proizvodnje

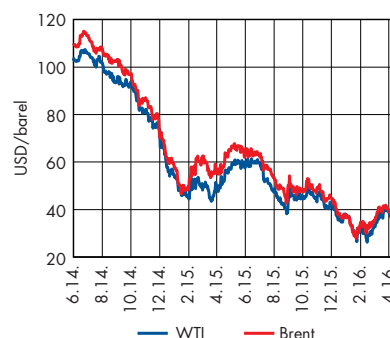
- Nastavak zasićenosti globalnog tržišta sirove nafte
- U drugoj polovici godine očekujemo snažniji oporavak cijena nafte

Cijene sirove nafte na svjetskim robnim tržištima tipa WTI i Brent (s isporukom sljedećeg mjeseca) nakon pada početkom godine ispod razine od 30 dolara po barelu, sredinom travnja su porasle na najvišu razinu u posljednja četiri mjeseca (iznad 40 dolara po barelu). Smanjenje zabrinutosti oko usporavanja globalnog rasta, vijest o padu zaliha u SAD-u uz mogućnost da na sastanku proizvođača nafte udruženja OPEC-a u Dohi dođe do šireg konsenzusa oko zamrzavanja proizvodnje na razini iz siječnja ove godine, utjecao je na rast cijene. No, inicijativa o zamrzavanju proizvodnje na razini iz siječnja polučila je neuspjehom budući da je najveći proizvođač OPEC-a, Saudijska Arabija, odbila zamrznuti proizvodnju bez angažmana Irana. Iran je jasno odbacio danu inicijativu što je i razumljivo s obzirom da im je tek sredinom siječnja, nakon četiri godine političkih sankcija dozvoljen izvoz nafte na inozemno tržište.

Prema podacima *Svjetske energetske agencije* (IEA) globalna proizvodnja sirove nafte krajem prvog tromjesečja spustila se za 300 tisuća barela na 96,1 mil. b/d. Pritom je pad proizvodnje u Ujedinjenim Arapskim Emiratima (UAE), zbog procesa održavanja naftnih postrojenja, uz nižu proizvodnju Nigerije i Iraka usred geopolitičkih nestabilnosti, nadoknađen daljnjim porastom proizvodnje Irana i Angole. Pod utjecajem odgađanja novih projekata zbog smanjenog novčanog toka nakon pada cijena u 2015. IEA predviđa pad proizvodnje zemalja nečlanica OPEC-a za 710 tisuća b/d u odnosu na prosjek zabilježen u 2015. Značajniji pad se očekuje od strane SAD-a, Kine, Velike Britanije i Kolumbije. Navedena očekivanja potvrđuje i *Američka energetska agencija* EIA koja predviđa kako bi prosječna proizvodnja SAD-a ove godine trebala biti na razini od 8,6 mil. b/d (godišnji pad za 800 tisuća b/d). S druge strane, globalna potražnja za naftom u godini ispred nas trebala bi usporiti na 1,2 mil. b/d (prema podacima IEA). Negativni rizici proizlaze iz gospodarskih izazova s kojima se trenutno susreće globalno gospodarstvo, poput usporavanja gospodarstava u nastajanju (osobito Kine i gospodarstva Latinske Amerike). Ipak, pozitivan doprinos rastu potražnje mogao bi doći od strane snažnije gospodarske aktivnosti u SAD-u, Indiji i eurozoni.

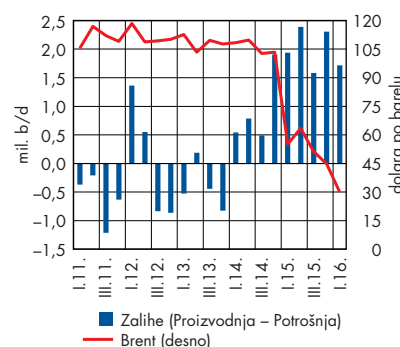
Prema našim očekivanjima, cijena nafte trebala bi se postupno oporaviti prema kraju godine. Iako će tijekom ovog tromjesečja biti prisutan višak ponude nad potražnjom za sirovom naftom na tržištu (oko 1,5 mil. b/d), vidljivo je da bi se u drugoj polovici godine pozitivni jaz između ponude i potražnje trebao suziti na 200 tisuća b/d. Posljedično prema kraju godine očekujemo da će se prosječna cijena sirove nafte tipa Brent približiti razini od oko 50 dolara po barelu. 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 2015. Naime broj aktivnih bušotina nafte u SAD-u pao je sredinom ožujka na najnižu razinu od prosinca 2009. godine. Stoga smatramo kako će projicirani pad američke proizvodnje u 2016. vjerojatno biti jači nego što je očekivano od strane velikog broja sudionika na tržištu. Ipak, potrebno je situaciju promatrati s oprezom jer porast cijene sirove nafte na tržištu na razinu od 50 do 55 dolara po barelu mogao bi utjecati na porast proizvodnje nafte iz škriljevca.

Cijene sirove nafte (isporuke sljedeći mjesec)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

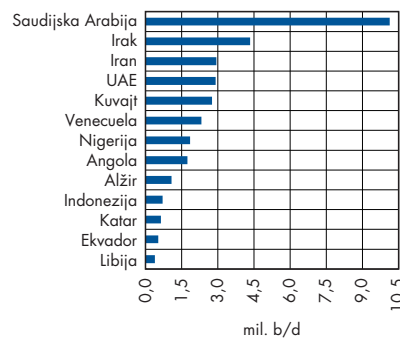
Zalihe sirove nafte



* Brent – prosječna tromjesečna cijena

Izvori: EIA, Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

OPEC – proizvodnja sirove nafte u siječnju 2016.

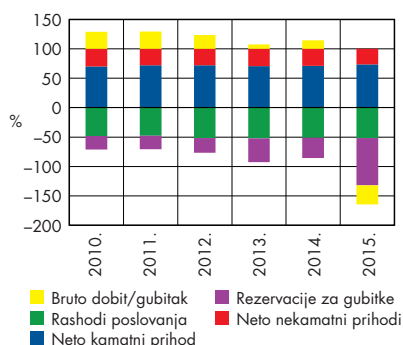


Izvori: OPEC, Oil Market Report – travanj 2016., Raiffeisen istraživanja

Nakon CHF konverzije jača konkurencija između banaka

- Jačanje potražnje za kreditima u lokalnoj valuti i s fiksnom kamatnom stopom
- Nakon prošlogodišnjeg konverzijskog gubitka u 2016. očekujemo pozitivno poslovanje banaka
- Smanjeno učešće neprihodujućih u ukupnim kreditima

Struktura rezultata poslovanja banaka, u % od ukupnog prihoda*

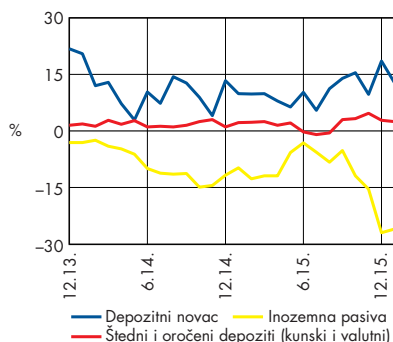


Legenda:

- formiranje ukupnog prihoda (između 0% i 100%)
- raspodjela ukupnog prihoda osim dobiti (ispod 0%)
- učešća dobiti u ukupnom prihodu (iznad 100%)

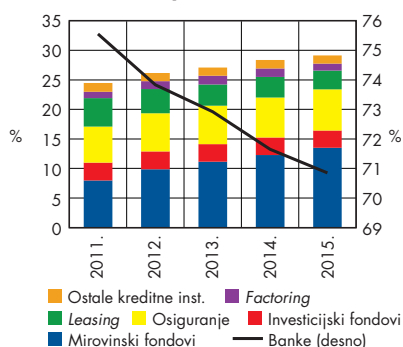
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Godišnja stopa rasta inozemne pasive i depozita kreditnih institucija



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Hrvatski financijski sektor, struktura



Izvori: HNB, HANFA, Raiffeisen istraživanja

Tehnički složen postupak propisane konverzije potrošačkih kredita iz CHF u EUR započeo je 30.09.2015. i protegnuo se u prvo tromjesečje 2016. Iako angažira značajne tehničke i ljudske resurse u osam najvećih banaka, zaoštrila se konkurentna borba između banaka. Naime, kod provedbe konverzije ugovorne stranke sklapaju dodatak ugovora o kreditu, što se realizira u prodajnoj mreži banke kreditora. Time je banci omogućena direktna ponuda kredita i usluga bez dodatnog troška akvizicije klijenta. S druge strane, konkurentne banke privlače klijente u postupku konverzije ponudama za refinanciranje konvertiranog kredita, jer se konverzijom umanjuje dug i time poboljšava kreditna sposobnost dužnika mjerena odnosom duga prema prihodima. Svjesne da će ova prilika za olakšan pristup klijentu ubrzo nestati, banke atraktivnom ponudom nastoje privući što veći broj klijenata. Ipak, realizacija novih ugovora o kreditima kod potrošača nije značajno povećana. U uvjetima padajućih tržišnih kamatnih stopa, potencijalni zajmoprinci očekuju još povoljnije uvjete kreditiranja u budućnosti pa se suzdržavaju od sklapanja novih ugovora. Time produžuju razdoblje snižene potražnje za kreditima unatoč ostvarenom oporavku gospodarstva i povećanju realnih plaća i raspoloživog dohotka potrošača nakon otplate dospjelih obveza po kreditima.

Pojačana osviještenost klijenata na valutni i kamatni rizik smanjuje potražnju za deviznim kreditima s promjenjivom kamatnom stopom a povećava potražnju za kunskim kreditima uz fiksiranje kamatne stope na početno razdoblje otplate kod stambenih kredita (do 10 godina) i do kraja otplate kod nenamjenskih kredita stanovništvu. Potražnja za kunskim kreditima raste i u segmentu poduzeća. No, kunski izvori financiranja banaka ograničeni su zbog preferencije stanovništva prema štednji u devizama. Čak četiri petine oročenih depozita stanovništva kod banaka je u eurima. Posljedično, u visoko euroiziranom financijskom sustavu nedostaju dugoročni izvori financiranja u kunama. Zbog povećanja potražnje za kunskim kreditima HNB je uvela dugoročne repo operacije kojima nastoji povećati izvore financiranja u kunama s rokom od četiri godine do dospeljeca.

Zbog gubitaka s osnova otpisa dijela potraživanja pri konverziji kredita iz CHF u EUR po originalnom tečaju na dan odobrenja kredita, banke su prošle godine ostvarile gubitak od 4,3 milijarde kuna, što odgovara negativnom povratu na uloženi kapital od 8 posto. No, zahvaljujući prethodno dosegnutim razinama kapitaliziranosti, pokazatelj adekvatnosti ukupnog kapitala na kraju 2015. zadržao se na 20 posto. Banke će nadoknadu pričinjene štete tražiti dostupnim pravnim sredstvima, pa se ostvareni gubitak bankarskog sektora ne odražava na ponudu kredita klijentima. Pozitivan utjecaj na ponudu kredita dolazi sa strane kvalitete aktive banaka. U posljednjem tromjesečju prošle godine smanjen je omjer neprihodujućih kredita u ukupnim, sa 17 na 16,5 posto, po prvi put nakon 2008. godine. U ovoj godini očekujemo promjene u poreznom tretmanu otpisa potraživanja, što bi trebalo omogućiti ubrzano smanjivanje omjera neprihodujućih kredita, a time i rast apetita banaka za povećanje kreditiranja.

Još uvijek u iščekivanju oporavka

- Zaustavljanje negativnih trendova uz očekivanu stabilizaciju na niskim razinama
- Bez naznaka snažnijeg oporavka potražnje za stambenim kreditima

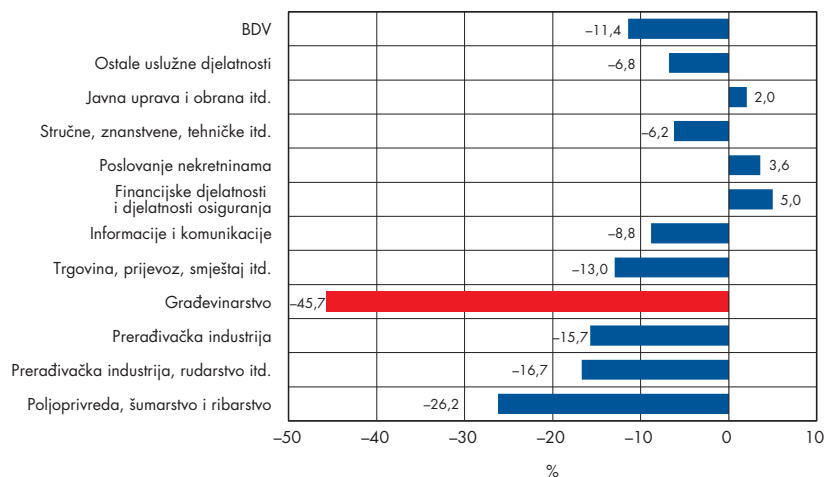
Zbog iznimnog značaja u sveukupnoj gospodarskoj aktivnosti u Hrvatskoj, promjene u građevinskom sektoru ujedno su i pouzdan pokazatelj kretanja investicija te njihovog posrednog utjecaja na mnoge druge povezane djelatnosti (poput rudarstva i vađenja, prerađivačke industrije, arhitektonskih i projektantskih usluga i dr.). Stoga je tijekom posljednja dva desetljeća građevinski sektor prošao kroz nekoliko značajnijih faza koje su dale snažan doprinos kretanju cjelokupnog gospodarstva.

Zahvaljujući ulaganjima u velike infrastrukturne projekte (poput gradnje cesta) te izgradnju stambenih nekretnina, u razdoblju od 2000. do 2008. građevinski sektor je doživio pravi "boom". S prosječnim godišnjim rastom građevinske aktivnosti od 7,4%¹ udio građevinarstva u BDV-u je porastao s 5% u 2000. godini na 8,5% u 2008. godini, premašivši tako prosjek zemalja EU koji je iznosio 6,4%. Povoljna kretanja građevinske aktivnosti rezultirala su snažnim rastom zapošljavanja te je broj zaposlenih u građevinskom sektoru kod pravnih osoba u razdoblju od 2001.-2008. povećan za preko 40 tisuća osoba odnosno 61%.

Nakon toga uslijedilo je razdoblje dugogodišnje recesije tijekom koje je građevinski sektor zabilježio značajan godišnji pad aktivnosti i to tijekom sedam uzastopnih godina. Promatrano kumulativno u razdoblju od 2008.-2015. BDV građevinskog sektora je zabilježila pad za čak 44,3% dajući najveći negativan doprinos ukupnom padu BDV-u danom razdoblju. Usporedbe radi, na razini zemalja EU, veći pad udjela građevinarstva u BDV-u u istom promatranom razdoblju zabilježen je samo u Grčkoj, Cipru, Španjolskoj i Irskoj. Premda s usporanim realnim godišnjim padom od 0,6% u 2015. (sa 6,7% godišnje koliko je iznosio u 2014.), udio građevinarstva u BDV-u kliznuo je na razine iz 2000. te je iznosio 5,0% spustivši se ispod prosjeka zemalja EU koji je u prošloj godini iznosio 5,4%. Negativna kretanja potvrđuju i podaci o broju izdanih odobrenja za građenje koja su u promatranom razdoblju od 2008.-2015. smanjena za 48,5% dok je predviđena vrijednost radova pala za 49,6%.

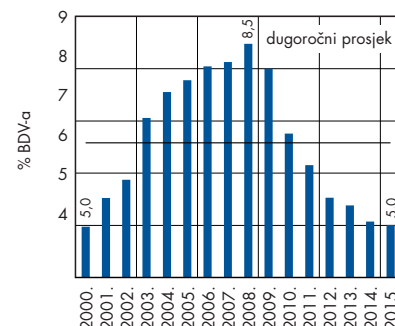
Posljedično snažnom padu aktivnosti u djelatnosti građevinarstva ne iznenađuje ni podatak o značajnom smanjenju prosječnog godišnjeg broja zaposlenih za više od 31 tisuću odnosno 30,4% u razdoblju od 2009.-2015. Godišnje stope pada broja zaposlenih u građevinarstvu s nekoliko sporadičnih kratkotrajnih prekida datiraju neprekidno od rujna 2009. Također, u djelatnosti usko vezanoj za

Kumulativna promjena sastavnica BDV-a, 2008.-2015.



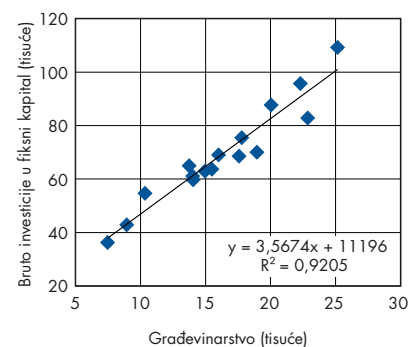
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Udio građevinarstva u BDV-u



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

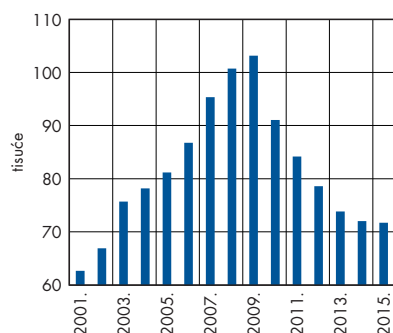
Građevinarstvo i investicije (2000.-2015.)*



*Bruto investicije u fiksni kapital
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

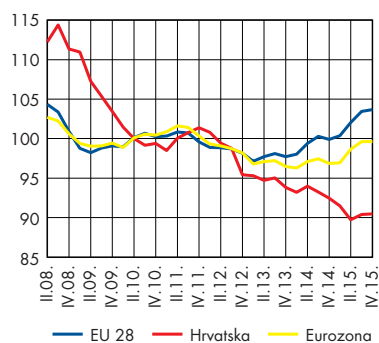
1 Mjereno indeksom obujma građevinskih radova

Zaposleni u građevinskom sektoru



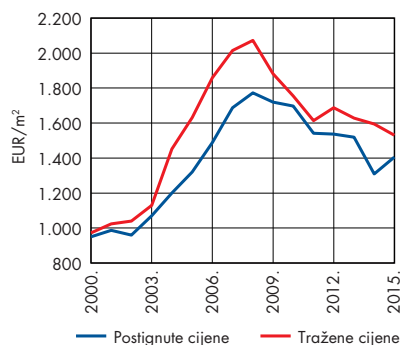
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Indeks kretanja stambenih nekretnina (2010=100)



Izvori: DZS, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Postignute i tražene cijene stanova



Izvori: DZS, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

građevinski sektor, poslovanje s nekretninama, u istom razdoblju zabilježen je pad zaposlenih od 72%.

Kratkotrajni pokazatelji građevinske aktivnosti u 2015. pokazuju da je već sedmu godinu zaredom nastavljen pad obujma građevinskih radova temeljenih na broju odrađenih sati radnika na gradilištima. Ipak, ostvarena godišnja stopa pada u 2015. usporila je na 0,6% (sa 7,3% u 2014.), potaknuta padom broja odrađenih sati radnika na ostalim građevinama (za 1,8% godišnje) dok je istovremeno obujam radova na zgradama porastao za 0,9% godišnje. Pad obujma građevinskih radova zorno odražava izostanak potražnje za stambenim prostorom, ali i izostanak investicija u infrastrukturne građevine. Međutim, vrijednost novih narudžbi na razini cijele 2015. ukazuje na godišnji rast od 1,3% dok je istovremeno vrijednost izvršenih radova s vlastitim radnicima u 2015. veća za 7,3% u odnosu na godinu ranije.

S druge strane, broj izdanih odobrenja za građenje u 2015. godini nastavio je trend godišnjeg pada (4%). Doprinos godišnjem padu broja izdanih dozvola došao je od pada broja izdanih odobrenja za građenje zgrada (8,1%) koje čine preko 82% ukupno izdanih odobrenja u 2015. No usprkos padu, predviđena površina zgrada za koje su dozvole izdane viša je za 28,6% uz rast predviđene vrijednosti radova od 29,4% na godišnjoj razini. Istovremeno, broj odobrenja za ostale građevine zabilježio je u istom promatranom razdoblju godišnji rast od 19,3%. Bez obzira na dvoznamenkasti rast, predviđena vrijednost radova za koje su dozvole izdane je niža za 22,9% godišnje.

Iako predviđanja za ovu godinu ne donose optimizam u pogledu značajnijih pozitivnih pomaka, očekujemo zaustavljanje negativnih trendova u građevinarstvu odnosno stabilizaciju na iznimno niskim razinama, obzirom da neki od posljednjih pokazatelja upućuju na zaključak da je građevinski sektor napokon dosegno dno. Mogućnosti korištenja značajnih sredstava za pokretanje investicija u okviru EU fondova uvelike ovise o pripremljenosti projekata te administrativnim kapacitetima povlačenja sredstava. Također, otvaraju se mogućnosti za poboljšanje rezultata preko programa energetske obnove zgrada. Međutim, s druge strane, potražnja za stambenim jedinicama uvelike je ovisna o tržištu rada koje je još uvijek opterećeno nesigurnošću oporavaka te niskom zaposlenošću. Posljedično, potražnja za stambenim kreditima te dugoročne investicije i dalje ostaju potisnute.

Naime, još od predkrizne 2008. godine, tržište stambenih nekretnina pokazuje značajno smanjenje likvidnosti koja se očituje kroz znatno veću ponudu koja nadmašuje potražnju. To potvrđuju i podaci DZS-a o broju prodanih novih stanova na razini RH koji su u prošloj godini iznosili 1.672 te je u usporedbi s rekordnom 2006. godinom prepolovljen broj transakcija (za 50,6%). Očigledno da niti poboljšani uvjeti financijske dostupnosti nekretnina² nisu uspjeli snažnije potaknuti potražnju za stambenim kreditima. Kamatne stope na novoodobrene stam-

² Financijska dostupnost nekretnina definirana je kao omjer prosječne rate kredita i raspoloživog dohotka stanovništva

bene kredite tijekom posljednje dvije godine praktično se uz stagnaciju i dalje zadržavaju na razmjerno visokoj razini, podržavajući tako prisutnu oslabljenu potražnju za stambenim nekretninama. Pored toga, iste ne prate zamjetan trend smanjenja usporedivih kamatnih stopa u europodručju, djelomično odražavajući veću premiju za rizik zemlje (što komparativno povećava kamatnu razliku među zemljama). Stoga uz nastavak procesa razduživanja sektora stanovništva, još uvijek nema naznaka snažnijeg oporavka potražnje za stambenim kreditima.

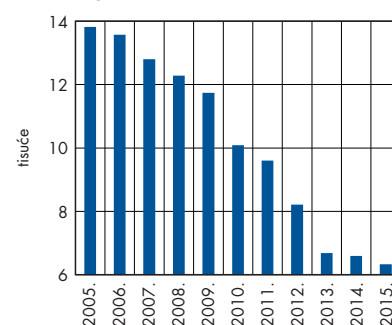
Prema podacima DZS-a, u prošloj je godini nastavljen trend blagog rasta prosječne cijene prodanih novih stanova: na razini Hrvatske ista je ubrzala godišnju stopu rasta na 1,6% (nakon 0,9% u 2014.). Međutim, obzirom da podaci pokazuju da je u Zagrebu u istom promatranom razdoblju zabilježen godišnji pad prosječne cijene novih stanova (za 1,3% u odnosu na 2014. godinu), razvidno je kako su rastuće cijene novih stanova u ostalim naseljima (posebice u regiji Jadran) uvjetovale uzlazni trend cijena na razini cijele RH.

Regionalne razlike potvrđuju i posljednji podaci Eurostata o kretanju cijena stambenih nekretnina mjerenih agregatnim *Indeksom cijena stambenih nekretnina (ICSN)* koji je metodološki usklađen s tzv. HPI indeksom (engl. *House Price Index*). Prema tom pokazatelju, cijene stambenih nekretnina su u Hrvatskoj na razini cijele 2015. godine u odnosu na 2014. niže za 2,9%. Uz godišnje smanjenje cijena postojećih nekretnina (za 1,4%), ukupnom padu cijena stambenih nekretnina uvelike je pridonio i izraženiji pad cijena novosagrađenih nekretnina (za 6,1%). Pritom su cijene nekretnina u Zagrebu zabilježile godišnji pad od 2,1% dok su cijene u regiji Jadran niže za 3,3% u odnosu na 2014.

Za razliku od Hrvatske, podaci Eurostata o kretanju cijena nekretnina u posljednjem prošlogodišnjem tromjesečju, ukazuju na nastavak godišnjeg rasta cijena u eurozoni i zemljama EU (2,9% odnosno 3,8%), potvrđujući trend koji traje još od početka 2013. Među državama članicama EU najviši godišnji rast cijena nekretnina u četvrtom tromjesečju 2015. zabilježen je u Švedskoj (14,2%), Mađarskoj (10,3%) i Velikoj Britaniji (7,1%), dok je značajniji pad osim u Hrvatskoj (2,1%) zabilježen u Italiji (0,9%) i Cipru (0,6%).

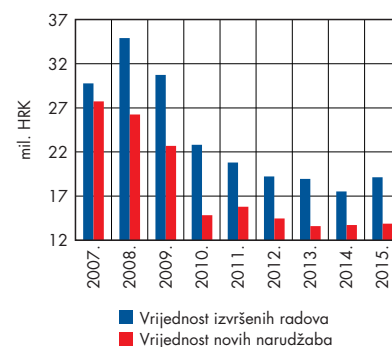
Premda posljednji podaci upućuju na zaključak da se dugogodišnji trend pada cijena nekretnina moguće približio svom kraju, ostaje činjenica da je tržište i dalje nisko likvidno i odviše fragmentirano (pa kvalitetne nekretnine s dobrom lokacijom pronalaze kupce i po višim cijenama). Drugim riječima, izvjesno je da će višak ponude "nekvalitetnih" nekretnina s manje privlačnom lokacijom stvarati daljnji pritisak na pad prosječnih cijena. Stoga veću likvidnost te zamjetniju potražnju koja bi uzrokovala uzlazni trend na tržištu nekretnina, moguće je očekivati tek nakon stabilnog oporavka na tržištu rada. Potonje se posebice odnosi na rast zapošljavanja, osobito među mlađom populacijom, što se zasigurno neće dogoditi u kratkoročnom razdoblju te uvelike ovisi o budućim potezima kreatora ekonomske politike.

Izdane građevinske dozvole



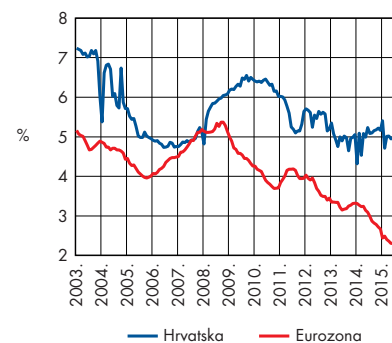
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Izvršeni građevinski radovi i nove narudžbe građevina



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Kamatne stope na stambene kredite

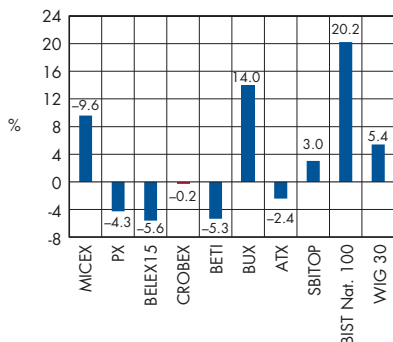


* s valutom klauzulom za Hrvatsku
Izvori: HNB, ESB, Raiffeisen istraživanja

Povratak optimizma na dionička tržišta

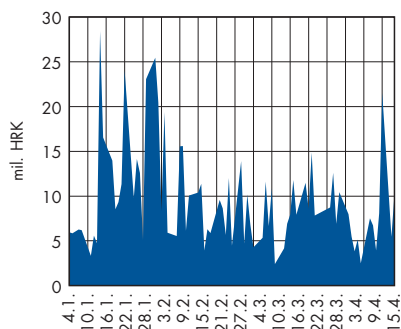
- Šaroliki povrati regionalnih dioničkih indeksa
- Indeksi Zagrebačke burze ipak u blagom padu od početka godine
- Snažan rast dionice ĐĐ Holdinga zahvaljujući novim ugovorima

Regionalni indeksi – prinosi od početka 2016.*



* u lokalnoj valuti na dan 19.4.2016.
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Redovni promet



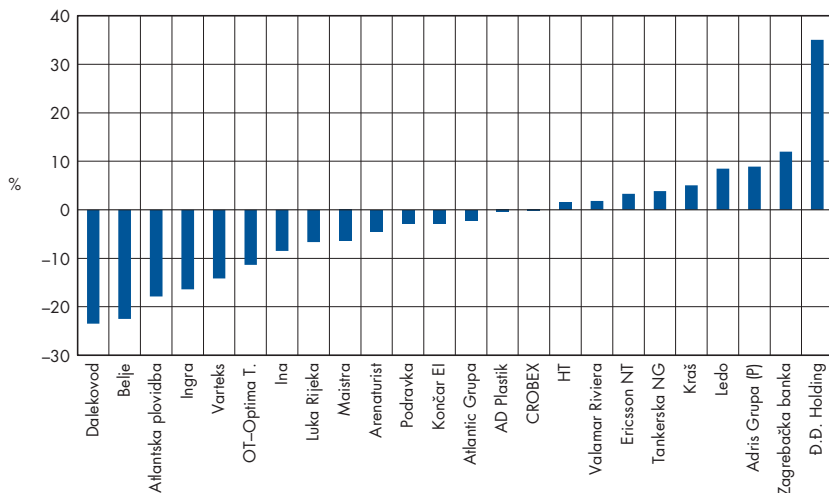
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Dok je globalni sentiment na početku prvog tromjesečja bio uglavnom negativan zbog zabrinutosti oko usporavanja kineskog gospodarstva i niske cijene nafte, kraj razdoblja donio je povratak optimizma zbog dodatnog labavljenja monetarne politike ESB-a. Ipak, raspoloženje sa svjetskih tržišta se nije jednoliko odrazilo na vodeće dioničke indekse regije SIE te su oni od početka godine zabilježili vrlo raznolika kretanja. Rastom je prednjačio turski indeks BIST National 100, koji je profitirao od nedavnih mjera ekspanzivne monetarne politike, a solidan rast na krilima globalnog oporavka ostvario je i mađarski BUX. Rast je zabilježio i ruski MICEX uslijed rasta cijena nafte. S druge strane, značajan pad je imao češki indeks PX, unatoč visokom udjelu dionica financijskog sektora. Lokalni čimbenici su prevladali i na rumunjskom tržištu te je BET indeks zabilježio pad vrijednosti unatoč rastu dionica energetskog i financijskog sektora.

Slično kao i većina europskih indeksa, indeksi Zagrebačke burze su nakon oštrog pada na početku godine, zabilježili oporavak prema kraju tromjesečja te je CROBEX od početka 2016. gotovo stagnirao uz minus od tek 0,2%. Gledano po sektorima, najveći pad vrijednosti je imao CROBEXtransport, zbog usporavanja kineskog gospodarstva, dok su najmanji pad ostvarile dionice industrijskog i turističkog sektora. Od sastavnica CROBEX-a na vrijednosti je najviše dobila dionica Đuro Đaković Holdinga, 35%, zahvaljujući sklapanju nekoliko novih ugovora, dok su najveći pad zabilježile dionice Dalekovoda i Belja.

Prometi na Zagrebačkoj burzi su ponovno bili vrlo niski s tendencijom smanjenja te je prosječni dnevni redovni dionički promet iznosio 9,6 mil. kuna. Udio stranih investitora na Zagrebačkoj burzi u ožujku bilježi blago povećanje u odnosu na kraj 2015. te iznosi 34,5%. Najviše se trgovalo dionicom HT-a, ukupno 84 mil. kuna, s udjelom u ukupnom prometu od 20%. Ukupna tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi na kraju tromjesečja iznosila je 122,6 mlrd. kuna, što je pad od 4,3% u odnosu na kraj 2015.

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



* Povrati izračunati na datum 19.4.2016. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

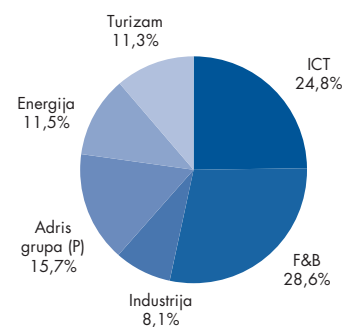
Minimalni rast indeksa CROBEX10 u drugom tromjesečju

- Visoka likvidnost sustava i povoljne makro prognoze idu u prilog dioničkim indeksima regije SIE
- Visoko relativno vrednovanje indeksa CROBEX10 po P/E omjeru 2016.e
- Početak provedbe reformi donio bi više optimizma i likvidnosti Zagrebačkoj burzi

U idućem tromjesečju će i dalje u fokusu investitora biti potezi središnjih banaka, s obzirom da je ESB nedavno uveo dodatne mjere labavljenja monetarne politike. Dakle, visoka likvidnost sustava i relativno povoljne makroekonomske prognoze idu u prilog dioničkim tržištima pa tako očekujemo i rast indeksa SIE regije. U odnosu na očekivanu dobit sastavnica u 2016. relativno najpovoljnije je vrednovan ruski indeks MICEX (P/E 2016.e: 7.7x). Međutim, zbog neravnoteže ponude i potražnje na naftnom tržištu i još uvijek zategnutih političkih odnosa, realizaciju potencijala rasta očekujemo tek u drugoj polovici godine. Najveću očekivanu dugoročnu stopu rasta zarada sastavnica od 5,1% ima rumunjski BET, a taj bi indeks mogao ostvariti i solidan rast u sljedećem razdoblju zahvaljujući snažnim makroekonomskim očekivanjima (očekivani rast BDP-a u 2016. od 4%) i relativno povoljnom vrednovanju (očekivani P/E za 2016. iznosi 11,2x).

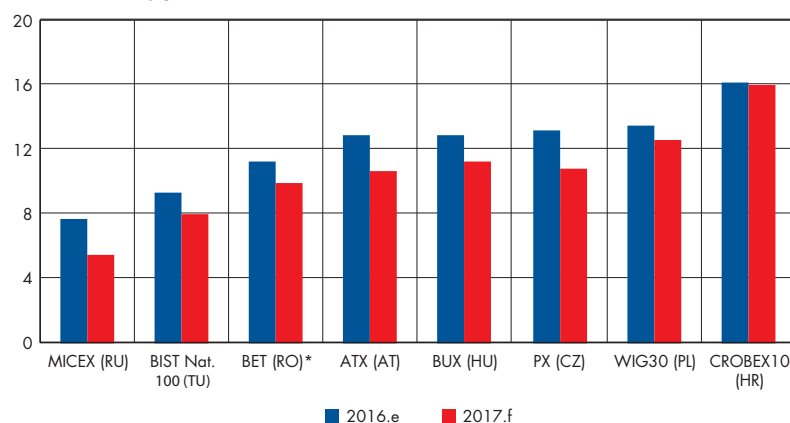
Na domaćem tržištu će u fokusu investitora i dalje biti sporost u provedbi strukturnih reformi i fiskalne konsolidacije. Ipak, u nadolazećem razdoblju računamo s pozitivnim impulsima od još jedne uspješne turističke sezone i početkom oporavka potrošačkog optimizma zbog izostanka inflatornih pritisaka. U skladu s navedenim, kretanja na Zagrebačkoj burzi će uglavnom biti pod utjecajem lokalnih faktora, a tek u manjoj mjeri globalnih kretanja te stoga očekujemo minimalan rast indeksa CROBEX10 u drugom tromjesečju. Puno potencijala za rast ne daje ni relativno vrednovanje jer očekivani P/E omjer za 2016. indeksa CROBEX10 iznosi 16,1x te je najviši u SIE regiji. Također, u 2016. očekujemo pad dobiti sastavnica indeksa CROBEX10 dok je dugoročna procijenjena stopa rasta zarada tek 2%. Ipak, očekujemo da će Vlada donijeti plan reformi i započeti s njihovom provedbom u što kraćem roku što bi se onda zasigurno odrazilo i na investicijsku klimu i dioničko tržište te donijelo više optimizma i povećanje likvidnosti do kraja godine.

Sektorski sastav CROBEX10



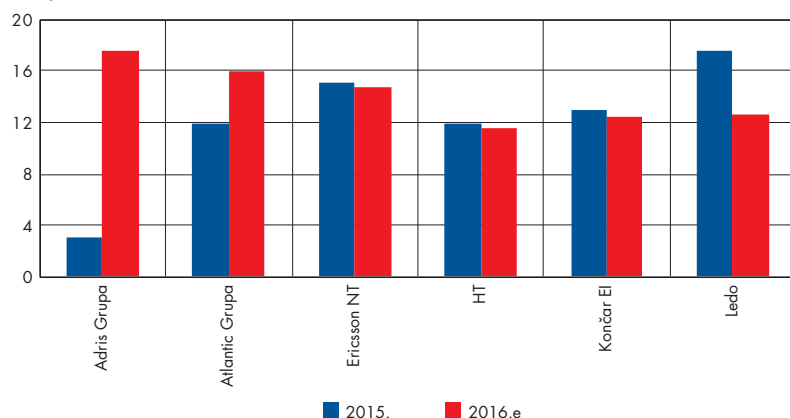
Izvori: ZSE, RBI/Raiffeisen istraživanja

P/E indeksa u regiji



* 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
Ana Turudić, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@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	f – prognoza (<i>forecast</i>)	MIP – <i>Macroeconomic imbalance procedure</i> (postupak u slučaju makroekonomskih neravnoteža)
bb – bazni bod	Fed – Federal Reserve System	mIrd. – milijarda
BDP – bruto domaći proizvod	FOMC – <i>The Federal Open Market Committee</i>	MMF – Međunarodni monetarni fond
BDV – bruto dodana vrijednost	GBP – britanska funta	OPEC – <i>Organization of the Petroleum Exporting Countries</i>
BoE – Bank of England	god. – godina	p.b. – postotni bod
CDS – <i>Credit Default Swap</i>	HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga	PCE – <i>Personal consumption expenditures</i>
CHF – švicarski franak	HICP – <i>Harmonised Index of Consumer Prices</i>	PPS – <i>Power Purchasing Standard</i> (paritet kupovne moći)
CIS – Zajednica neovisnih država	HNB – Hrvatska narodna banka	pr – prosjek razdoblja
DZS – Državni zavod za statistiku	HRK – kuna	RBA – Raiffeisen Bank
e – procjena (<i>estimate</i>)	HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje	SAD – Sjedinjene Američke Države
EDP – <i>Excessive Deficit Procedure</i> (procedura pri prekomjernom deficitu)	HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje	SE – zemlje Srednje Europe
EIA – <i>Energy Information Administration</i> (Američka energetska agencija)	IEA – <i>International Energy Agency</i> (Svjetska energetska agencija)	SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe
ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa	ILO – <i>International Labour Organisation</i>	USD – američki dolar
ESB – Europska središnja banka	JIE – zemlje Južne i Istočne Europe	v.k. – valutna klauzula
EU – Europska unija	kr – kraj razdoblja	WTI – <i>West Texas Intermediate</i>
EUR – euro	m – mjesec	ZIBOR – <i>Zagreb Interbank Offered Rates</i>
Eurostat – Statistički ured Europske unije	MF – Ministarstvo financija	
	mil. – milijun	

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. travnja 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 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 i vrijednost. Investitori mogu ostvariti povrat manji od početnog ulaganja. Uklupne 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 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 pouzdati u vezi s takvim radnjama, niti se ona smije koristiti kao poticaj za takve radnje. Ulagateljima 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, 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. Ovim korisnik publikacije prima na znanje, priznaje i suglasen je da, u najvećoj mogućoj mjeri dopuštenej 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 posljedne 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 objavlja ili je u prošlosti objavljivala poslove glavnog voditelja ili suvoditelja postupka ponude financijskih instrumenata izdavatelja spomenutih u ovoj publikaciji; i/ili - trenutno objavlja ili je u prošlosti objavljivala 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 podružica/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.

