

RBAAnalize

broj 63
listopad 2016.

Vrijeme je za reforme

- Povratak političke stabilnosti
- Domaća potražnja predvodnik rasta, ali i uvoza
- Obilje likvidnosti, niske kamatne stope i slaba inflacija
- Lokalni čimbenici u fokusu na Zagrebačkoj burzi

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Olena Boronchuk

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Vrijeme je za reforme	5
-----------------------------	---

Politika, realni sektor

Nova vlada, stari izazovi i povoljnije makroekonomsko okruženje	6
---	---

Fiskalna politika

Manjak opće države ispod 3 posto BDP-a	9
--	---

Tržište duga

Pad prinosa	11
-------------------	----

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Stabilan tečaj i izostanak inflatornih pritisaka	12
--	----

Politike središnjih banaka

Ususret divergentnim monetarnim mjerama	13
---	----

Financijski sustav

Slaba potražnja za kreditima unatoč oporavku gospodarstva	15
---	----

Financijska imovina i obveze

Smanjuju se bilančne neravnoteže	16
--	----

Tržište dionica

Solidan rast dioničkih tržišta na krilima visoke likvidnosti	19
Usporavanje rasta u posljednjem tromjesečju 2016.	20

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.e	2017.f	2018.f
BDP i proizvodnja									
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,5	1,6	2,3	2,5	2,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	45.022	44.737	43.959	43.516	43.045	43.921	45.008	46.701	48.396
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.479	10.451	10.301	10.225	10.156	10.448	10.707	11.110	11.513
Trgovina na malo, % promjena, realno	-2,1	0,6	-4,1	-0,6	0,4	2,4	3,9	4,0	3,0
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	-1,4	-1,2	-5,5	-1,8	1,2	2,6	4,8	4,2	3,8
Cijene, nezaposlenost i proračun									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	-0,6	-0,2	1,5	2,5
%, prosjek	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,2	1,3	2,2
Proizvođačke cijene ¹ , %, kraj razdoblja	5,7	5,8	6,9	-2,6	-3,4	-4,4	-3,0	1,5	2,5
%, prosjek	4,3	6,4	7,0	0,5	-2,7	-3,9	-4,8	0,5	2,4
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	17,4	18,0	19,1	20,3	19,7	17,0	15,0	14,5	14,0
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	11,6	13,7	15,9	17,4	17,3	16,3	14,9	14,2	13,7
Prosječna neto plaća, u HRK	5.343	5.441	5.478	5.515	5.534	5.594	5.692	5.817	5.945
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-6,2	-7,8	-5,3	-5,3	-5,4	-3,3	-2,7	-2,9	-2,8
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	191,3	216,7	233,6	270,9	284,2	289,6	294,3	303,8	314,0
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	58,3	65,2	70,7	82,2	86,6	86,7	86,5	85,8	85,2
Bilanca plaćanja i dug									
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	17.007	18.110	18.315	18.764	19.982	21.953	23.380	24.638	25.648
% promjena	9,2	6,5	1,1	2,5	6,5	9,9	6,5	5,4	4,1
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	17.158	18.297	18.097	18.573	19.106	20.705	21.719	22.767	23.720
% promjena	-0,5	6,6	-1,1	2,6	2,9	8,4	4,9	4,8	4,2
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	-1,1	-0,7	0,0	1,0	0,9	5,2	2,0	2,2	2,1
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	13.707	13.500	13.300	13.550
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	7,5	7,3	7,5	8,3	8,0	7,9	7,5	7,0	7,0
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	1.065	1.017	1.142	710	2.910	128	1.700	1.900	1.800
Noćenja turista, % promjena	2,6	7,0	4,0	3,3	2,6	7,7	7,5	4,0	3,0
Inozemni dug, mlrd. EUR	46,9	46,4	45,3	46,0	46,7	45,5	44,1	45,0	46,1
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	104,2	103,7	103,0	105,6	108,4	103,7	97,9	96,4	95,3
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	275,8	256,2	247,3	244,9	233,5	207,4	188,4	182,6	179,7
Financijski pokazatelji									
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,57	5,82	5,73	5,55	6,30	6,99	7,04	7,29	6,65
pr, USD/HRK	5,50	5,34	5,85	5,71	5,75	6,86	6,80	7,21	6,97
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,39	7,53	7,55	7,64	7,66	7,64	7,60	7,65	7,65
pr, EUR/HRK	7,29	7,43	7,52	7,57	7,63	7,61	7,55	7,57	7,60
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	48,0	51,5	51,9	57,9	63,4	70,7	79,5	82,7	86,2
% promjena	1,7	7,3	0,9	11,5	9,6	11,4	12,5	4,0	4,3
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	232,8	246,0	254,7	264,9	273,3	287,4	300,3	308,7	316,7
% promjena	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,1	4,5	2,8	2,6
Plasmani, mlrd. HRK, kr	245,6	257,4	242,1	240,8	237,0	230,0	220,8	213,1	217,2
% promjena	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-2,9	-4,0	-3,5	0,5
ZIBOR 3m, %, pr	2,4	3,2	3,4	1,5	1,0	1,2	0,9	0,9	1,2
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	4,0	3,9	3,9	2,5	1,9	1,5	1,0	0,9	1,3

Napomena: Prognoze ne uključuju moguće izmjene u poreznom sustavu RH obzirom da su detalji porezne reforme najavljeni na dan završetka publikacije.

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



Vrijeme je za reforme

Nastavak rasta gospodarstva zabilježen i u drugom ovogodišnjem tromjesečju dominantno je predvođen domaćom potražnjom, dok je pozitivan učinak rasta izvoza roba i usluga umanjn uvozom roba. Prvi pokazatelji za treće tromjesečje ohrabruju naše procjene da će se rast predvođen ponajprije osobnom potrošnjom i investicijama nastaviti i tijekom trećeg tromjesečja. S druge strane, pozitivan učinak neto inozemne potražnje uvelike bi mogao biti umanjn snažnom uvoznom ovisnošću, koja osobito dolazi do izražaja s rastom izvoza usluga odnosno turizma. Osobna potrošnja podršku će i dalje pronalaziti u izostanku inflatornih pritisaka, nešto povoljnijim kretanjima s tržišta rada, ali i snažnom rastu turističkih pokazatelja, koji osobit utjecaj u vršnoj sezoni imaju na dohodak kućanstava. Investicijska aktivnost, čija se dinamika rasta ubrzala u drugom ovogodišnjem tromjesečju, zamašnjak dobiva i u javnom i u privatnom sektoru, a ohrabruju podaci o većem korištenju sredstava iz EU fondova. U uvjetima dobrog punjenja proračuna, unatoč političkoj neizvjesnosti, izgledno je da se nastavi i rast investicija. Na strani ponude pozitivan doprinos bruto dodanoj vrijednosti dolazi od svih djelatnosti, a osobito onih vezanih uz trgovinu i ugostiteljstvo. Iako uz nešto skromniji rast, pozitivan doprinos industrije također nije izostao, dok se dinamika oporavka građevinarstva blago ubrzala. Slična kretanja očekujemo i u trećem tromjesečju, ali uz snažniji doprinos djelatnosti vezanih uz turizam. U takvim uvjetima projicirani realan rast gospodarstva za 2016. od 2,3% izložen je pozitivnim rizicima, pa čak i u slučaju usporevanja rasta u posljednjem tromjesečju.

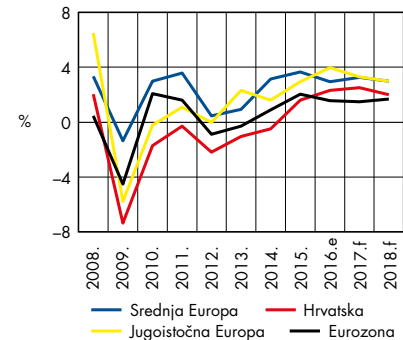
Tijekom prvih šest mjeseci nastavilo se i smanjenje vanjske ranjivosti RH, što se odražava kroz pad bruto inozemnog duga i višak na tekućem računu bilance plaćanja. Osim toga i analiza ukupne imovine i obveza svih sektora pokazuje da se bilančne neravnoteže prema inozemstvu nastavljaju smanjivati. Ipak, razina neto inozemne investicijske pozicije RH od 78% BDP-a¹ jasno upućuje na daljnju potrebu za smanjivanjem makroekonomskih neravnoteža, a jedan od načina jest povećanje konkurentnosti i izvoza.

U uvjetima oporavka priljevi u državni proračun rastu. Uz obuzdanu državnu potrošnju manjak proračuna pao je ispod 3% BDP-a, uz očekivanja da će se i idućih godina zadržati na tim razinama. Naime, fokus Vlade je na daljnjoj fiskalnoj konsolidaciji uz porezno rasterećenje i stvaranje poticajnog poslovnog okruženja. Time su pod pretpostavkom nepromijenjenih vanjskih uvjeta projekcije rasta do 2018. izložene pozitivnim rizicima. Ipak srednjoročna do dugoročna održivost uvelike je uvjetovana provedbom reformi javnih sustava (zdravstvo, obrazovanje, socijalni, mirovinski sustav), snažnijom vladavinom prava te povećanjem učinkovitosti državne administracije. U suprotnome promjena vanjskog okruženja kroz primjerice povećanje troškova financiranja, usporevanje rasta najvažnijih trgovinskih partnera ili u ekstremnom slučaju nagli i nepredviđeni pad u turizmu ugrozio bi oporavak Hrvatske, ali i održivost javnih financija. Za sada vanjsko okruženje ostaje poticajno s obzirom na to da ne predviđamo stezanje monetarne politike ESB-a. Štoviše, program kupnji obveznica mogao bi se produljiti do rujna 2017. nakon čega bi se izlazna strategija iz ekstremno ekspanzivne politike trebala odvijati kroz postupno smanjivanje volumena otkupa obveznica, ali i zadržavanje referentne kamatne stope na trenutačnim razinama sve do polovice 2018. Naravno, pretpostavka za navedene projekcije oslanja se na tek skromni oporavak potrošačkih cijena, koje su ovisne o kretanjima na robnim tržištima, osobito o cijenama sirove nafte i hrane.

Zrinka Živković Matijević

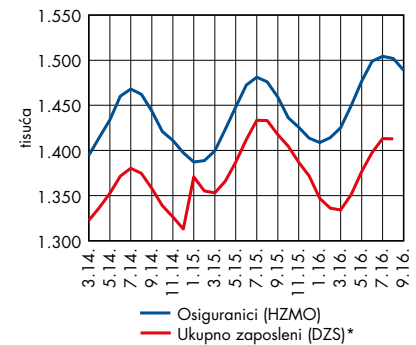
¹ granična prihvatljiva vrijednost iznosi 35% BDP-a

BDP, realne godišnje promjene



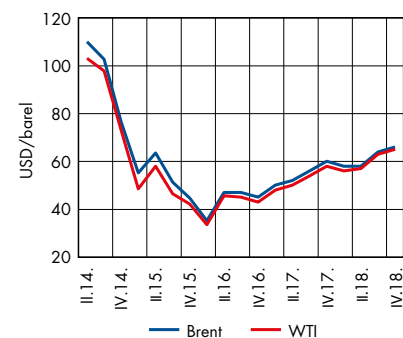
Izvori: Eurostat, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Broj zaposlenih i broj osiguranika



* nova metodologija od siječnja 2015. (lom serije)
Izvori: HZMO, DZS, Raiffeisen istraživanja

Kretanje cijena nafte

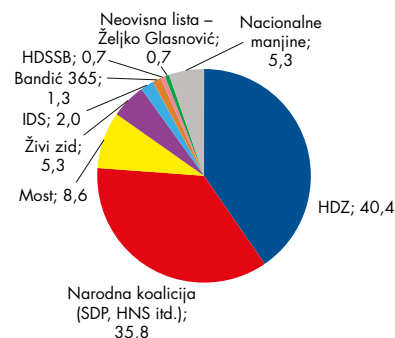


Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Nova vlada, stari izazovi i povoljnije makroekonomske okruženje

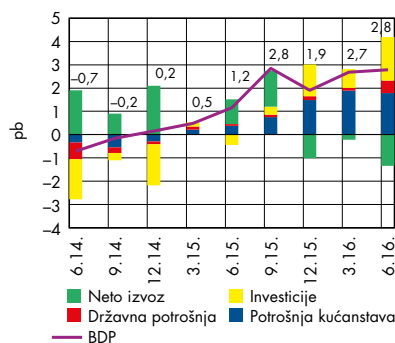
- Kraj političke neizvjesnosti
- Projicirani rast 2016. i 2017. više izložen pozitivnim rizicima
- Srednjoročnu održivost rasta treba tek postići

Raspodjela (151) mandata u Saboru, %, rujan 2016.



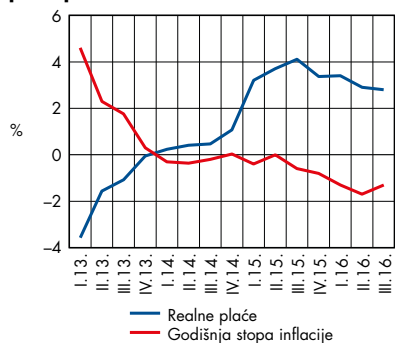
Izvori: DIP, Raiffeisen istraživanja

BDP i doprinosi rastu



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prosječna realna neto plaća, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prijevremeni parlamentarni izbori u Republici Hrvatskoj naposljetku su ipak vratili sigurnost na političku scenu. Nakon mjesec dana dugih pregovora s Mostom, predstavnicima nacionalnih manjina i manjim parlamentarnim strankama izgledno je da je HDZ osigurao stabilnost za sljedeće četiri godine. S osvojenim 61 mandatom i potporom spomenutih političkih stranaka nova Vlada dobila je potporu 91 od ukupno 151 parlamentarnog zastupnika.

Program Vlade RH za iduće četiri godine najavljuje sveobuhvatnu poreznu reformu (s težištem na smanjenju poreznog opterećenja), institucionalno jačanje i povećanje učinkovitosti javnog sektora u cilju poboljšanja poslovnog okruženja te veću fiskalnu odgovornost i bolje korištenje EU fondova.

S obzirom na navedeno, pozitivan odgovor investicijske zajednice i tržišta vrlo je izgledan. Uz oporavak koji je iznad očekivanog, poboljšanu fiskalnu metriku i političku stabilnost, revizija rejting agencija (Moody's i S&P) mogla bi donijeti poboljšanje izgleda za investicijski rejting države s negativnog na stabilni. S druge strane, iskustvo pokazuje da dobro pripremljeni program ne znači nužno dosljedno i uspješno provođenje (reformskih) mjera. Stoga rejting ostaje na dvije razine ispod investicijskog, a premija na rizik i dalje iznad usporedivih zemalja regije SIE odražavajući tako opreznost investitora i činjenicu da povratak povjerenja investitora snažno ovisi o izvršenju predstavljenog plana. Trenutačno makroekonomske i tržišno okruženje pruža dobru potporu za snažniju provedbu reformi već u prvoj godini mandata.

Donekle u sjeni političkih događanja gospodarstvo se nastavilo oporavljati i u drugom tromjesečju. Rast je predvođen ponajprije domaćom potražnjom. Dinamika rasta iz prvog tromjesečja se nastavila (+0,5% na tromjesečnoj razini), dok je realni godišnji rast dosegnuo iznad očekivanih 2,8%. Ipak, i treće tromjesečje zaredom zabilježen je negativan doprinos neto inozemne potražnje. Naime unatoč nastavku rasta izvoza roba i usluga, zbog visoke uvozne ovisnosti oporavak domaće potražnje (potrošnje i investicija) te rast izvoza usluga za posljedicu ima i pojačanu potražnju za uvoznim robama.

S druge strane, solidne stope rasta osobne potrošnje i dalje su podržane povećanjem realnog raspoloživog dohotka uslijed pada potrošačkih cijena te kamatnih stopa. Osobito značajan je utjecaj turizma, koji s visokim udjelom privatnog smještaja uvelike pozitivno pridonosi kupovnoj moći sektora stanovništva kroz prihod od najma, ali i sezonsko zapošljavanje. Ohrabruje rast investicija i peto tromjesečje zaredom, pri čemu se dinamika rasta ubrzava. Realna godišnja stopa rasta bruto investicija u fiksni kapital od 6,3%, zabilježena u drugom tromjesečju, najviša je od 2008. godine. Ona i ne iznenađuje uzevši u obzir da su investicije tijekom krize izgubile preko 30% svoje realne vrijednosti, mahom kroz sektor građevinarstva. Rast investicija u 2016. prisutan je i u javnom i u privatnom sektoru, a pozitivan utjecaj svakako dolazi od bolje iskorištenosti sredstava iz EU fondova.

Sa strane ponude nastavio se rast u djelatnostima usko povezanim s turizmom i trgovinom, a ubrzao se rast građevinarstva. Unatoč usporevanju i (prerađivačka) industrija imala je pozitivan utjecaj na rast bruto dodatne vrijednosti.

Prvi visokofrekventni pokazatelji za treće tromjesečje potvrđuju nastavak sličnih kretanja. Štoviše ljetni mjeseci donijeli su izuzetno dobre rezultate u turizmu, pa sa stopom rasta noćenja od 12,2% u srpnju te 8,2% u kolovozu ne iznenađuje razmjerno snažan rast prometa u trgovini na malo. Ostaje međutim činjenica da je zamjetan udio (oko 40%) nominalnog prometa usmjeren na zadovoljavanje osnovnih životnih potreba. Uz (sezonsko) smanjenje nezaposlenosti zasigurno neće izostati solidan rast osobne potrošnje, koja je i najveća sastavnica bruto domaćeg proizvoda. Na nastavak oporavaka investicija upućuju podaci iz sektora građevinarstva te daljnji rast proizvodnje i uvoza kapitalne opreme. S druge strane snažniji rast uvoza od izvoza roba se nastavlja, što će umanjiti pozitivan učinak izvoza roba i usluga.

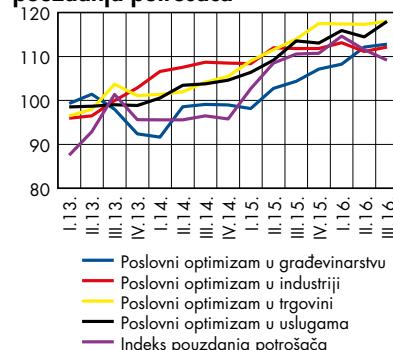
U takvim uvjetima projicirani realan rast gospodarstva za 2016. od 2,3% izložen je pozitivnim rizicima pa čak i u slučaju usporevanja rasta u posljednjem tromjesečju. Posljednje tromjesečje obilježit će povratak sezonskih radnika u nezaposlenost te niža zaposlenost na tromjesečnoj razini. Dodatno možemo očekivati i tromjesečno smanjene investicijske aktivnosti u sektoru građevinarstva.

Tijekom prvih šest mjeseci nastavilo se smanjenje vanjske ranjivosti, kroz pad bruto inozemnog duga i višak na tekućem računu bilance plaćanja. Pad bruto inozemnog duga na razine ispod 100% bruto domaćeg proizvoda posljedica je razduživanja svih sektora, a osobito države i financijskih institucija odnosno banaka. Razina ispod 100% BDP-a posljednji put je zabilježena u trećem tromjesečju 2009. I dok je država u proljeće odgodila plasman euroobveznice, banke se razdužuju zbog relativno jeftinijih domaćih depozita, visoke likvidnosti i još uvijek skromne potražnje za kreditima. Nadalje, bitno povoljniji uvjeti na domaćem tržištu motiviraju sektor poduzeća da dio duga prema inozemnim vjerovnicima zamijeni domaćim zaduživanjem.

Višak na tekućem računu bilance plaćanja i nakon iščezavanja učinka konverzije kredita vezanih uz švicarski franak (procijenjen na razini od oko 2% BDP-a) prema našim očekivanjima zadržat će se na razini od 2% BDP-a. Pogoršanje na računu roba zbog snažnijeg rasta uvoza te bolji poslovni rezultati stranih poduzeća (koji tako povećavaju rashode primarnog dohotka) bit će ublaženi očekivanim povećanjem viška na računu usluga i višim prihodima na računu sekundarnog dohotka, gdje se evidentiraju raspoređena sredstva primljena iz EU fondova. Devizni priljevi od turizma mogli bi u cijeloj 2016. premašiti 8,5 mlrd. eura, što je nominalno povijesno najviša razina. Srednjoročno promatrao, rashodi za kamate prema nerezidentima u uvjetima visoke globalne likvidnosti imaju potencijal smanjenja s obzirom na to da bi se eventualna refinanciranja dospijeca trebala realizirati uz povijesno najniže kamatne stope.

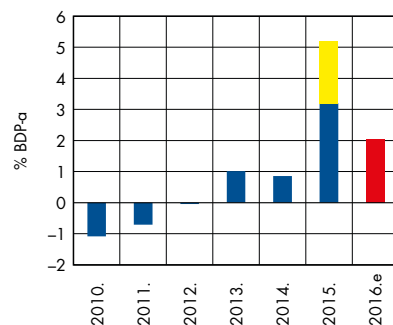
Projekciju rasta gospodarstva tijekom 2017. za sada zadržavamo na razini od 2,5% pod uvjetom da se vanjski čimbenici ne promijene. Navedeno podrazumijeva umjereni rast gospodarstva EU-a i ostalih najvažnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, još jednu uspješnu, ali i dulju turističku sezonu te rast investicija. Investicije očekujemo i u privatnom i u javnom sektoru, a one se temelje i na

Indeksi poslovnog optimizma i pouzdanja potrošača*



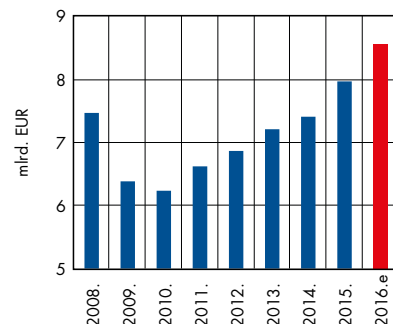
*Standardizirane vrijednosti, desezonirano
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



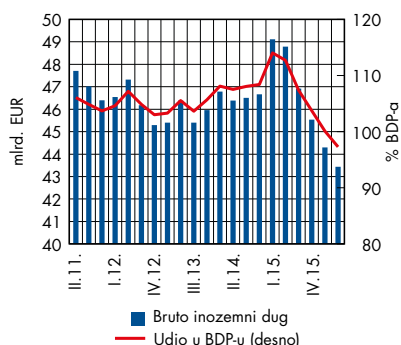
* žuto označava učinak CHF konverzije
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizma



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug, tromjesečno

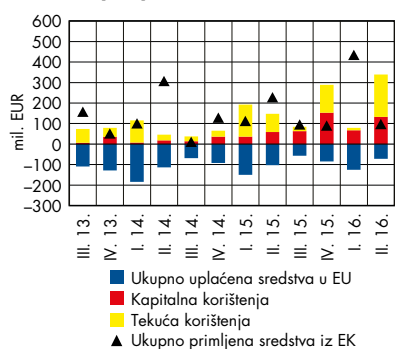


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

snažnijoj dinamici korištenja sredstava iz EU fondova te lokalnim izborima u proljeće 2017. Osim toga povratak blagog optimizma odvija se u uvjetima bitno nižih troškova zaduživanja, koji su poticajni za investicije.

Privatni sektor u Hrvatskoj tijekom krize okrenuo se inozemnim tržištima pa predmnijevamo nastavak rasta izvoza roba. Uzimajući u obzir strukturu izvoza i roba i usluga (koja se još uvijek dominantno oslanja na radno i resursno intenzivne proizvode te turizam) smatramo da prostora za sofisticiranije proizvode i usluge više dodane vrijednosti zaista ima. Osim sposobnosti i prilagodljivosti privatnog sektora, promjene će uvelike ovisiti o mjerama države kako bi se uklonili najproblematičniji čimbenici za poslovanje u Hrvatskoj. Oni se prema posljednjem Izvješću o globalnoj konkurentnosti 2016.–2017. mahom odnose na javni sektor, a obuhvaćaju nisku učinkovitost javne uprave, porezno opterećenje, nestabilnost politika, poreznu regulativu, korupciju itd.

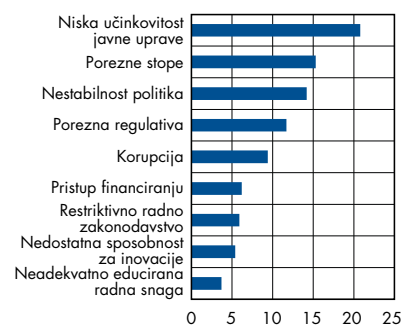
Transakcije s proračunom EU-a



* prosjek posljednja četiri raspoloživa tromjesečja
Izvori: HNB; Ministarstvo financija

S druge strane projekcija rasta u 2017. izložena je pozitivnom riziku povećane osobne potrošnje s obzirom na to da je u pripremi rasterećenje osobnog dohotka. Porezno rasterećenje poduzeća i moguće poboljšanje investicijske klime uz provedbu reformi velikih javnih sustava te povećanje učinkovitosti državne administracije svakako bi pozitivno utjecalo na održivost rasta te povećanje potencijalne stope BDP-a. Navedeno je osobito važno za stvaranje uvjeta koji bi omogućili otvaranje novih radnih mjesta, čime bi se utjecalo ne samo na strukturne slabosti tržišta rada (smanjenje sezonalnosti, usklađivanje ponude i potražnje za radnom snagom itd.) već i na zaustavljanje izrazito negativnog trenda odljeva najproduktivnijeg dijela stanovništva iz države. Dugoročno gledano starenje stanovništva i gubitak mlađe populacije čini iznimno velik rizik i za gospodarski rast i za održivost javnih financija (mirovinski i zdravstveni sustav).

Najproblematičniji čimbenici poslovanja u RH



*prema Izvješću o globalnoj konkurentnosti 2016.–2017.
Izvor: Nacionalno vijeće za konkurentnost

Od kratkoročnih negativnih rizika ostaje prisutna velika izloženost turizmu, koji u slučaju incidentnih događanja uvelike može pogoršati i ugroziti oporavak. Naime, materijalizacija negativnih rizika izravno bi utjecala na pad izvoza usluga, osobne potrošnje i naposljetku bitno niže proračunske prihode.

Ukratko, Hrvatska je konačno po dinamici rasta uspjela dosegnuti prosjek EU-a te države srednje Europe. Rast u ovoj i sljedećoj godini izložen je pozitivnim rizicima, dok je za dugoročnu održivost i stabilnost te povećanje potencijalne stope rasta potrebno provesti odavno poznate mjere poboljšanja investicijske klime, reforme javnih sustava, osnažiti vladavinu prava te povećati učinkovitost državne administracije. U suprotnome promjene vanjskih okruženja vratit će Hrvatsku u stagnaciju i komparativno zaostajanje za ostatkom Europe.

Zrinka Živković Matijević

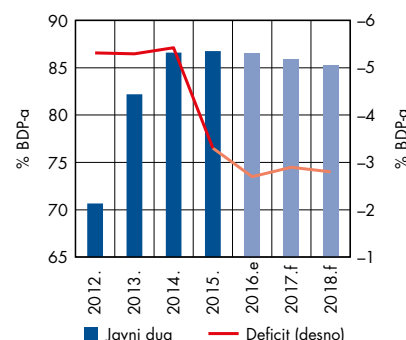
Manjak opće države ispod 3 posto BDP-a

- Poboljšani fiskalni pokazatelji u drugom tromjesečju
- Rizik snažnije fiskalne konsolidacije u srednjem roku
- Što donosi cjelovita porezna reforma?

Neizvjesnost koju je sa sobom nosila nesigurna i komplicirana politička situacija uz status tehničke Vlade konačno je iza nas. Formiranje nove Vlade koja je svoju potvrdu dobila od snažne većine zastupnika Sabora implicira da je Hrvatska napokon zakoračila u stabilno političko okruženje te vraća nadu kako će Vlada svoje napore usmjeriti u reforme u svrhu postizanja održive fiskalne metrike i održivog gospodarskog rasta. Na navedeno upućuje i objavljen gospodarski plan za iduće četiri godine.

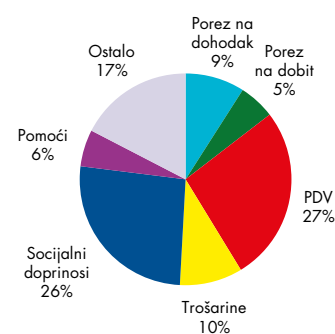
Tijekom ove godine nastavila su se pozitivna kretanja u fiskalnoj statistici, snažno podržana odličnim ostvarenjima u turizmu, ali i činjenicom da je smanjena državna potrošnja bila uvjetovana privremenim financiranjem u prvom ovogodišnjem tromjesečju, a zatim i razdobljem u kojem je tehnička Vlada imala zakonska ograničenja u pogledu visine i strukture proračunske potrošnje. Gospodarski oporavak snažniji od očekivanog i poboljšana fiskalna metrika predstavljaju dobru početnu točku za snažniju provedbu reformi već u prvoj godini Vladina mandata. Potonje potvrđuje i objavljeno tzv. listopadsko izvješće DZS-a o prekomjernome proračunskom manjku i razini duga opće države, prema kojem je u 2015. ukupni deficit konsolidirane opće države iznosio 3,3% BDP-a (u skladu s metodologijom ESA 2010). Prema istom izvješću, u prošloj godini prvi je put zabilježen primarni suficit opće države u iznosu od 897 mil. kuna (0,3% BDP-a). Potonje posebice ohrabruje jer upućuje na stabilizaciju javnog duga (koji ustvari predstavlja kumulativ proračunskih deficita) stoga je smanjenje deficita preduvjet uspostavljanja održivosti javnog duga. Hrvatska je u razdoblju od posljednjih 15-ak godina bilježila izrazito visoku i kontinuiranu, istodobno i neodrživu dinamiku rasta javnog duga. Zemlje s visokom razinom javnog duga izložene su snažno izraženim rizicima i ranjive su na promjene situacija u okolini (posebno vezano uz promjene kamatnih stopa ili izostanak snažnijega gospodarskog rasta). Stoga, uz činjenicu da se Hrvatska nalazi u proceduri prekomjernog proračunskog manjka, ostvarivanje primarnog suficita vraća je na put stabilnosti kroz uravnoteženje tekuće potrošnje. S druge strane, isto upućuje na zaključak o razmjerno visokoj razini rashoda za plaćanje kamata, koji su u protekloj godini dosegli gotovo 12 mlrd. kuna, zabilježivši porast na godišnjoj razini od preko 4%. Prema listopadskom izvješću, ukupni javni dug koncem prošle godine iznosio je 289,6 mlrd. kuna ili 86,7% BDP-a. Značajno smanjenje deficita na razini konsolidirane opće države u prošloj godini pozitivno je doprinijelo usporavanju dinamike nominalnog rasta javnog duga. Nadalje, prema podacima Eurostata za drugo ovogodišnje tromjesečje nakon ostvarenog deficita 4,3% BDP-a u prvom tromjesečju 2016., u razdoblju od travnja do lipnja ove godine zabilježen je suficit na razini konsolidirane opće države u iznosu od 1,395 mlrd. kuna ili 1,6% BDP-a. Ovdje je važno naglasiti neujednačenu dinamiku u izvršenju proračunskih prihoda i rashoda tijekom mjeseci u jednoj fiskalnoj godini, zbog čega treba biti oprezan kod zaključivanja na razini pojedinog tromjesečja. No ipak ohrabruje razmjerno veći godišnji rast prihoda od rashoda, što bi u konačnici moglo rezultirati dodatnim smanjenjem fiskalnog deficita, koji bi se u ovoj godini mogao spustiti na 2,7% BDP-a (0,6 pb niže u odnosu na 2015. godinu). Posljedično, učinak nižeg deficita pozitivno će se odraziti i na javni dug, koji bi

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



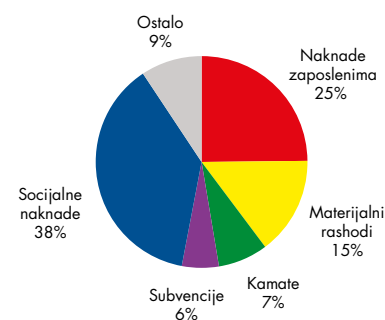
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prihodi konsolidirane opće države I.–VI. 2016.*



*prema metodologiji GFS 2001
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Rashodi konsolidirane opće države I.–VI. 2016.*



* prema metodologiji GFS 2001
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

s obzirom na očekivani gospodarski rast mogao smanjiti svoj udio u BDP-u na razinu blago nižu od one kakva je zabilježena koncem 2015. Posljednji podaci Ministarstva financija za razdoblje od siječnja do kolovoza

(prema nacionalnoj metodologiji, utemeljenoj na tzv. novčanom principu) također upućuju na nastavak fiskalne konsolidacije u ovoj godini s obzirom na to da se u promatranom razdoblju primarni suficit povećao na gotovo

7 mlrd. kuna (pri čemu je potrebno naglasiti iznimno visoke rashode za kamate koji su u osam mjeseci premašili 8 mlrd. kuna). Nadalje, pozitivna očekivanja idu i u smjeru nedavno objavljene cjelovite porezne reforme. Dodatna porezna rasterećenja u porezu na dohodak doprinijet će oslobađanju većeg raspoloživog dohotka, čiji će se učinak svakako prelititi i na rast osobne potrošnje kao najveće sastavnice BDP-a. Dodatno, osim najavljenih smanjenja parafiskalnih nameta očekujemo da će i reforme u razrezu poreza na dobit potaknuti rast privatnog sektora odnosno investicija nužno potrebnih za novi zamah gospodarske aktivnosti. S druge strane, smanjena stopa poreza na dobit trebala bi povećati konkurentnost i na taj način utjecati na oživljavanje gospodarstva. Ipak, sveobuhvatan učinak može se postići tek kroz jasno i odlučno provođenje strukturnih reformi i poboljšanje poslovne i investicijske klime.

Učinak predloženih poreznih promjena trebao bi prema procjenama smanjiti prihode proračuna između 1,8 i 2 mlrd. kuna, što pretpostavljamo da Vlada namjerava nadomjestiti kroz povećanu potrošnju kućanstava. Pritom je ministar financija naglasio da bi se u 2017. deficit opće države mogao dodatno spustiti na razinu od 2% BDP-a. S obzirom na predviđeni nastavak rasta gospodarstva, u projekcijskom razdoblju do 2018. godine očekujemo daljnje smanjenje udjela javnog duga u BDP-u (bez obzira na njegov nominalni rast). Stoga će intenzitet stabilizacije i obuzdavanja/smanjenja rasta javnog duga ponajprije ovisiti o implementaciji nužnih reformi javnog sektora u okviru najavljenih fiskalne konsolidacije.

Elizabeta Sabolek Resanović

Osnovne predložene promjene u poreznom sustavu

Porez na dobit	
Trenutačno stanje	Predložene mjere
20%	18%
20%	12% za poljoprivrednike, obrtnike i male poduzetnike s godišnjim prihodima manjim od 3 mil. kuna

Ostale predložene mjere:

povećanje priznavanja porezno priznatih rashoda troškova reprezentacije s 30% na 50%
priznavanje vrijednosnog usklađenja te poreznog rashoda za nenaplaćena potraživanja

sporazumi s PU oko transfernih cijena – cijena koje se zaračunavaju između povezanih društava unutar grupacija – reguliranje troškova u redistribuciji grupe

Porez na dohodak*	
Trenutačno stanje	Predložene mjere
12%	ukida se
25%	24%
40%	36%

Ostale predložene mjere:

ujednačavanje i podizanje osnovnog osobnog odbitka sa 2.600 kuna na 3.800 kuna za sve obveznike

uvođenje jedinstvenog poreznog razreda 0 – 17.500 kuna za primjenu porezne stope od 24%
podizanje osobnog odbitka za djecu i druge uzdržavane članove

Doprinosi	
smanjivanje razlike između minimalne plaće i najniže osnovice – povećanje koeficijenta s 0,35 na 0,38	
ukidanje iznimaka od obveze plaćanja doprinosa	
smanjenje obveze doprinosa za sve povremene i druge djelatnosti kako bi se stimuliralo i olakšalo poslovanje: za mirovinsko osiguranje temeljem generacijske solidarnosti s 20% na 10%; za zdravstveno osiguranje s 15% na 7,5%	

Porez na dodanu vrijednost	
Trenutačno stanje	Predložene mjere (od 1. siječnja 2017.)
25% opća stopa	snižavanje stope PDV-a na pojedine proizvode i usluge s 25% na 13%
5% i 13% snižena stopa	snižena stopa 13% prelazi u stopu 25% (usluge u ugostiteljstvu i šećer)
	snižena stopa 5% prelazi u stopu 13% (kino ulaznice)
Predložene mjere (od 1. siječnja 2017.)	
	24% opća stopa
	12% snižena stopa

Porez na promet nekretninama	
smanjenje stope poreza na promet nekretnina s 5% na 4%	
ukidanje oslobođenja od plaćanja poreza na promet nekretnina zbog izjednačavanja poreznog tretmana građana, bez obzira na vrstu nekretnine u prometu	
ukupan prihod s ove osnove bit će prihod jedinica lokalne samouprave	
pojednostavljenje procedure – utvrđivanje porezne obveze bez potrebe prijave od strane građana	

Trošarine	
ukida se obveza podnošenja godišnjeg obrasca za obračun trošarine za male proizvođače jakog alkoholnog pića (cca 41.000 obveznika)	
olakšavanje otpreme vina malih vinara u druge države članice (olakšavanje izvoza za 2.000 malih vinara)	
ukidanje popisa zaliha cigareta ako je iznos razlike trošarine manji od 75 kn	
ukidanje obveze označavanja alkohola i alkoholnih pića posebnom (evidencijskom) markicom	

* Porez na dohodak od nesamostalnog rada. Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Pad prinosa

- **Positivna reakcija tržišta na formiranje nove Vlade**
- **Ususret godini velikih dospeljeća**

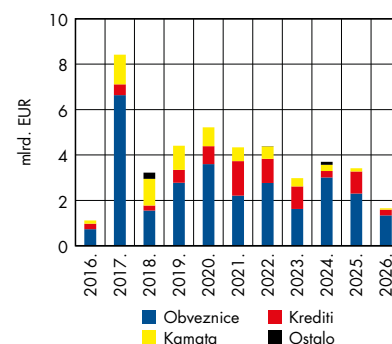
Postizborno razdoblje i formiranje nove Vlade polučilo je trenutačnu pozitivnu reakciju na tržištima, označavajući da je vrijeme političke neizvjesnosti, koja je podržavala i kolebljivost na tržištima, konačno iza nas. Štoviše, na krilima rekordne turističke sezone, koja je sinergijski djelovala s nižim rashodima na smanjenje proračunskog manjka, posljedično je došlo i do smanjenja javnog duga koji je krajem srpnja iznosio 288,9 mlrd. kuna. Tako je i peti mjesec zaredom zabilježen pad javnog duga na godišnjoj razini, dodatno podržan i blagom aprecijacijom kune u odnosu na euro. Osim navedenog, niže potrebe za zaduženjem države proizišle su i iz korištenja državnih depozita deponiranih na računu kod HNB-a¹, dok je pozitivan gospodarski rast također doprinio smanjenju udjela javnog duga u BDP-u. Premda su na lokalnom tržištu dužničkih vrijednosnica izostale značajnije reakcije u pogledu trgovinskih volumena, ipak je fokus investitora bio na kuskim državnim izdanjima, na što se nadovezao i pojačan interes na aukcijama trezorskih zapisa. Nedostatak vrijednosnica na plitkom domaćem tržištu trebao bi biti glavno obilježje lokalnog tržišta i do kraja godine. Cijene bi mogle ostati razmjerno visoke, a prinosi niski, dodatno podržani obiljem likvidnosti u sustavu (na što upućuje i njihov silazni trend tijekom posljednjih aukcija trezoraca). Istodobno, na tržištima hrvatskih euroobveznica osjetan je pozitivan sentiment, snažno potaknut stabilnijim političkim okruženjem, ali nesumnjivo i poboljšanim fundamentima. Posljedično, hrvatska premija rizika iskazana kroz petogodišnji dolarski CDS pala je s 261 bb (koliko je iznosila potkraj lipnja) na razinu ispod 200 bb potkraj rujna. Premda se ona još uvijek nalazi iznad usporedivih zemalja regije, činjenica je da se u razdoblju od srpnja do rujna spread između hrvatskog i portugalskog 5-godišnjeg beskuponskog prinosa suzio sa 100 bb na 50 bb. To nesumnjivo upućuje na važnost percepcije tržišta glede ekonomsko-političkih događanja u zemlji. Stoga vrijedi naglasiti da je kratkoročna pozitivna reakcija tržišta izložena i negativnim rizicima, ponajprije onima vezanima za nastavak započete fiskalne konsolidacije. Pritom napominjemo da je 2017. godina značajnih dospeljeća, što iziskuje aktivno zauzimanje u okviru fiskalne strategije. Konkretno, u sljedećoj godini dospeljeva 2 mlrd. eura obveza po izdanim euroobveznicama (od čega se 0,6 mlrd. eura odnosi na plaćanje kamata). Stoga očekujemo življu aktivnost države na primarnom tržištu već tijekom prvog tromjesečja 2017., pritom ne sumnjajući da će država uredno servisirati svoje obveze. Potonje potkrijepljuje i činjenica o solidnoj poziciji međunarodne likvidnosti: kratkoročni inozemni dug je u potpunosti pokriven hrvatskim međunarodnim pričuvama, tj. potrebe za bruto financiranjem² ne premašuju iznos ukupnih međunarodnih rezervi (27% prema 33% BDP-a). Naposljetku, smatramo kako će ključan čimbenik u ocjeni provedbi reformskih mjera biti prijedlog proračuna za 2017. godinu, koji bi u konačnici trebao težiti poboljšanju hrvatskog kreditnog rejtinga, a time i nižim troškovima financiranja.

Tomislava Ujević

¹ Prema podacima HNB-a krajem srpnja su depoziti središnje države i fondova socijalne sigurnosti bili za preko 2 milijardi kuna niži u odnosu na kraj prošle godine.

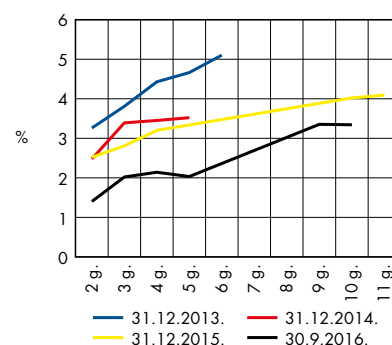
² Bruto financiranje predstavlja iznos potrebne oplate duga korigiranog za saldo u bilanci plaćanja.

Dospeljeća državnog duga



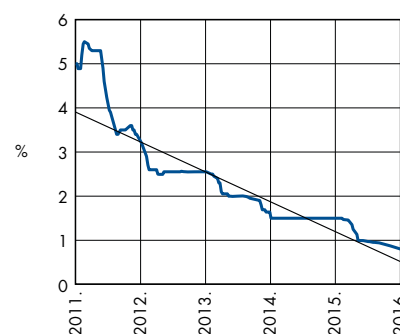
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi do dospeljeća na kunske obveznice RH



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Krivulja prinosa na 1-god. kuskni trezorski zapis

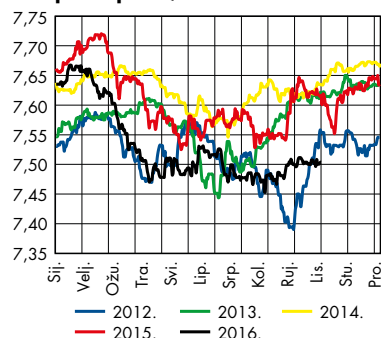


Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Stabilan tečaj i izostanak inflatornih pritisaka

- Nastavak ekspanzivne monetarne politike uz stabilnost EUR/HRK
- Daljnji pad cijena

Srednji tečaj EUR/HRK



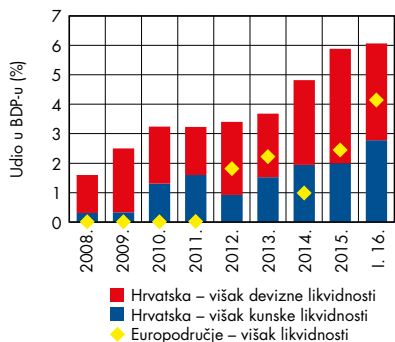
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj HNB-a

Valuta	Srednji tečaj		Promjena u odnosu na: 31.12.2015.	
	30.10.16.	Tečaj	Kretanje	%
EUR	7,5127	7,6350	↓	-1,60
USD	6,7915	6,9918	↓	-2,87
CHF	6,8968	7,0597	↓	-2,31
GBP	6,9293	10,3610	↓	-33,12

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

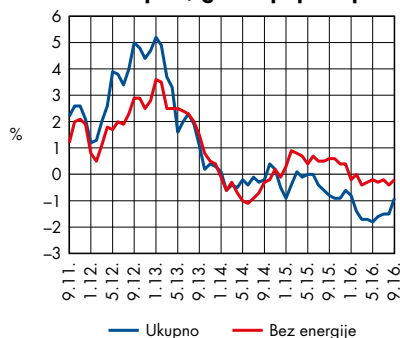
Udio viška likvidnosti u BDP-u



Napomena: Višak likvidnosti u europodručju predstavlja višak rezervi u odnosu na regulatorno zahtijevanu obveznu rezervu (eng. excess reserves)

Izvori: ESB, Eurostat, HNB, DZS, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Središnji dio turističke sezone donio je uobičajeni pad tečaja kune u odnosu na euro, ali i nastavak stabilnosti. Naime, tijekom srpnja i kolovoza srednji tečaj na tečajnici HNB-a kretao se $\pm 0,2\%$ oko 7,48 kuna za euro, a tek je od polovice rujna EUR/HRK započeo s polaganom uzlaznom tendencijom. Lagano slabljenje kune u odnosu na euro uobičajeno za ovaj dio godine podržano je i snažnijim rastom uvoza odnosno pogoršanjima u robnoj razmjeni. S druge strane očekivani tečaj od 7,60 kuna za euro na kraju godine izložen je riziku ostvarenja na nižim razinama s obzirom na to da kuna podršku pronalazi u solidnom višku na tekućem računu bilance plaćanja, bitno smanjenim fiskalnim rizicima, priljevu deviza na osnovi produljenja sezone, jačanju investicijske aktivnosti, pozitivnoj neto inozemnoj poziciji banaka te rastućoj potražnji za kunkskim kreditima. Niži prosječni tečaj EUR/HRK u 2016. u usporedbi s prethodnim godinama potvrđuje da je kuna u razdobljima rasta gospodarstva više izložena aprecijacijskim pritiscima. Stoga i ne iznenađuje da su prvi put nakon 2012. intervencije središnje banke na deviznom tržištu usmjerene na stranu otkupa eura.

Tijekom prvog tromjesečja 2017. tečaj kune u odnosu na euro trebao bi se zadržavati na postignutim razinama iz posljednjeg tromjesečja ove godine. Prema kraju tromjesečja moguće je očekivati pad EUR/HRK s obzirom na to da se očekuje i priljev deviza od početka turističke predsezone. Mogući izlazak države na inozemna financijska tržišta kroz izdavanje euroobveznice ne bi trebao utjecati na tržišna kretanja jer bi konverzija u kune bila izvršena kod HNB-a kao i kod prethodnih izdanja. Izdanjem bi se povećale devizne pričuve središnje banke, a postupnim pritjecanjem sredstava od izdanja na tržište ne bi bila narušena stabilnost tečaja EUR/HRK. Izdavanje na domaćem tržištu (vrlo vjerojatno denominirano u domaćoj valuti) pružilo bi podršku kuni unatoč izdašnoj likvidnosti koju i dalje nastavlja osiguravati ekspanzivna monetarna politika središnje banke. Ne dovodeći u pitanje predanost stabilnosti EUR/HRK Hrvatska narodna banka trebala bi nastaviti s dugoročnim strukturnim repo operacijama. Do kraja trećeg tromjesečja bankama je kroz tri operacije plasirano 0,9 mlrd. kuna, pri čemu je na posljednjoj aukciji kamatna stopa smanjena s 1,8% na 1,4%. Treba se prisjetiti da je središnja banka načelno imala plan plasirati bankama kroz četiri operacije više od 3 mlrd. kuna. Još uvijek relativno skromna potražnja za kreditima uz ionako visoku kunksku (i deviznu) likvidnost te nestašica kolateralas zasigurno su uzrokovale manjak potražnje za takvim izvorima likvidnosti. Provođenje takve monetarne politike uvelike je olakšano stabilnošću tečaja te izostankom inflatornih pritisaka. Potonje je prisutno i treću godinu zaredom, pri čemu procijenjeni pad prosječnih potrošačkih cijena premašuje 1%. Samo u prvih devet mjeseci opća razina potrošačkih cijena niža je za 1,4%, pri čemu najveći doprinos padu cijena dolazi od energije i prehrambenih proizvoda koji u strukturi indeksa potrošačkih cijena sudjeluju s preko 40%. Strukturno gledano pad dviju kategorija oslobađa raspoloživi dohodak kućanstava. Polagani i blagi oporavak cijena na svjetskim robnim tržištima (prije svega sirove nafte i hrane) trebao bi se preliti i na domaće cijene pa bi se uz bazni učinak prosječna stopa inflacije u 2017. trebala vratiti k pozitivnim vrijednostima.

Zrinka Živković Matijević

Ususret divergentnim monetarnim mjerama

- **Fed: Podizanje referentne kamatne stope u prosincu**
- **ESB: Produljenje programa kupnji obveznica uz nepromijenjene kamatne stope**

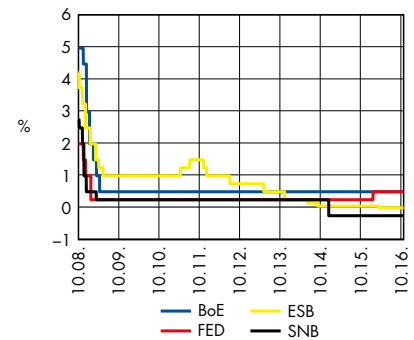
Jesensko zasjedanje glavnih čelnika vodećih središnjih banaka (Fed-a i ESB-a) bilo je u fokusu tržišta s obje strane Atlantika. U skladu s očekivanjima, na posljednjem sastanku FOMC-a donesena je odluka o zadržavanju referentne kamatne stope na trenutačnim razinama (0,25%–0,50%), uz obrazloženje guvernerke J. Yellen kako je potrebno još neko vrijeme do ispunjavanja osnovnih ciljeva Fed-a (puna zaposlenost i godišnja stopa inflacije na razini od 2%). Ipak, činjenica je da su na rujanskom sastanku zabilježena tri glasa članova koji su smatrali da podizanje kamatnih stopa ne treba dalje odgađati, s obzirom na ubrzanu gospodarsku aktivnost SAD-a. Potonje potvrđuju solidni makroekonomski pokazatelji (posebice s tržišta rada), koji jačaju tržišna očekivanja o skorajšem podizanju referentne kamatne stope Fed-a. Posljednji podaci potvrđuju nastavak solidnih kretanja (ne) zaposlenosti¹, ali i rastuće godišnje stope inflacije prisutne tijekom prva tri ovogodišnja tromjesečja. Posljedično, od početka srpnja zamjetan je trend rastućih prinosa na referentnu američku državnu obveznicu 10-godišnjeg dospeljeća, koji je premašio razinu od 1,85% zabilježivši rast od 50 bb.

S obzirom na to da je u rujnu na neformalnom sastanku zemalja članica OPEC-a održanom u Alžiru, na iznenađenje tržišnih sudionika, najavljeno smanjenje proizvodnje nafte s ciljem stabilizacije globalnog tržišta nafte, reakcija tržišta odražava se kroz jačanje očekivanja da će rast cijena energenata pogurati i rast inflacije diljem svjetskih gospodarstava. Stoga ostajemo pri očekivanju da će se podizanje kamatne stope američke središnje banke u prosincu zaista i dogoditi te predviđamo blagi rast prinosa na američko referentno izdanje do razine 1,90%. Prema našim očekivanjima, u okviru daljnjeg nastavka normalizacije monetarne politike Fed-a, tijekom 2017. godine moglo bi doći do postupnog podizanja kamatne stope u dva navrata, čime će nastati pritisak na daljnje jačanje dolara u odnosu na jedinstvenu europsku valutu. Posljedično, i prinosi na 10-godišnju američku državnu obveznicu zabilježiti će rastući trend prema razini od 2,30% do kraja iduće godine.

Istodobno, na europskom kontinentu pažnja tržišta usmjerena je na buduće odluke Europske središnje banke, čiji su čelnici na posljednjem sastanku u listopadu očekivano zadržali referentne kamatne stope na postojećim razinama. Program mjesečnog otkupa obveznica u okviru ekspanzivne monetarne politike i dalje se zadržao na razini od 80 milijardi eura, ali uz naglasak predsjednika ESB-a kako politika monetarnog labavljenja kroz kupnju obveznica nije zamišljena kao trajni monetarni stimulus. No u namjeri dostizanja glavnih ciljeva (ponajprije poticanja snažnijeg gospodarskog zamaha te ciljane stope inflacije), na sastanku čelnika ESB-a odlučeno je da će se ključne kamatne stope zadržati na trenutačnim, niskim razinama, prema potrebi i nakon ožujka 2017. godine (do kad je predviđeno provođenje programa kupnje obveznica). S obzirom na to da je predsjednik Draghi strogo isključio mogućnost "naglog" prekida kupnje obveznica, smatramo da će u sljedećoj godini zapravo doći do izvjesne modifi-

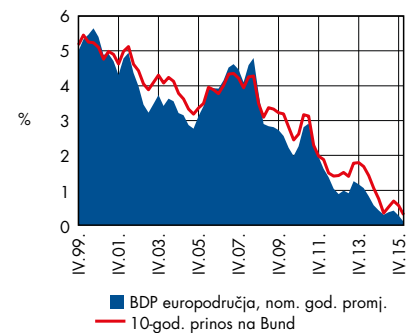
¹ Podaci potkraj listopada o broju zahtjeva za naknade novonezaposlenih pokazuju da se već 86. tjedan zaredom njihove vrijednosti kreću ispod 300 tisuća, što je najduže razdoblje od davne 1970. godine.

Referentne kamatne stope



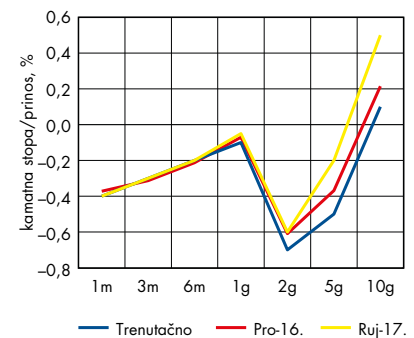
Izvori: Fed, ESB, BoE, SNB, Raiffeisen istraživanja

Povijesna korelacija prinosa i BDP-a



Izvori: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH/RBI

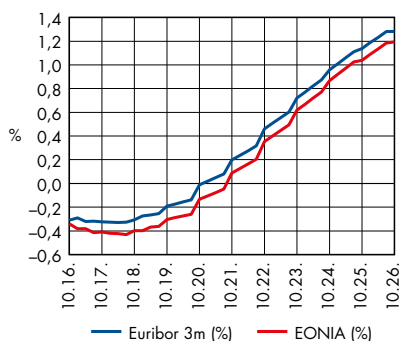
Kamatna stopa/prinos*



1 m. – 1-god. Euribor/2-god. – 10-god. njemačka državna obveznica

Izvori: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Euribor (3m) i EONIA



Izvori: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Prognoze kretanja na financijskim tržištima*

	Pro. 16.e	Ožu. 17.f	Lip. 17.f	Ruj. 17.f
EUR/USD	1,08	1,07	1,02	1,05
ESB referentna k.s.	0,00	0,00	0,00	0,00
ESB depozitna stopa	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
EONIA	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
Euribor 1m	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
Euribor 3m	-0,30	-0,30	-0,30	-0,30
Euribor 6m	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
Euribor 12m	-0,10	-0,10	-0,10	-0,05

Prinosi na njemačke obveznice

2-godišnja	-0,70	-0,70	-0,70	-0,60
5-godišnja	-0,50	-0,40	-0,40	-0,20
10-godišnja	0,10	0,30	0,30	0,50
30-godišnja	0,70	0,80	0,80	1,00

EUR Swaprate 2-god.	-0,30	-0,25	-0,25	-0,15
EUR Swaprate 5-god.	-0,15	0,00	0,00	0,20
EUR Swaprate 10-god.	0,45	0,70	0,70	0,90

*na dan 27. 10. 2016.

Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI

kacije tog monetarnog stimulusa, što bi u konačnici moglo biti na dnevnom redu na sastanku čelnika ESB-a već u prosincu. Prema našim predviđanjima, tijekom sljedeće godine očekujemo zadržavanje ključne kamatne stope te referentne depozitne stope na trenutačnim razinama (0,00% odnosno - 0,40%). Istodobno, prethodno spomenuti pregovori između zemalja članica OPEC-a o smanjenju proizvodnje nafte (prvi put nakon osam godina) potiču tržišta na jačanje očekivanja u smjeru viših stopa inflacije. Međutim, iako je u odnosu na kraj srpnja cijena sirove nafte zabilježila dvoznamenkasti relativni rast², nije za očekivati zamjetno ubrzanje dinamike s obzirom na dosadašnja iskustva koja upozoravaju na nepoštovanje postignutih dogovora između pojedinih članica. Stoga zadržavamo izvjesni oprez glede postizanja dogovora o smanjenju proizvodnje sirove nafte među pojedinim državama članicama. Primjerice, Nigerija, Libija i Iran već su isključeni iz plana smanjenja proizvodnje nafte, i prije dogovorenog sastanka koji je na rasporedu koncem studenoga. Ako im se u izbjegavanju redukcije proizvodnih kvota pridruži i Irak (koji naglašava važnost prihoda od nafte u financiranju borbe protiv terorizma), smatramo da bi u konačnici mogla izostati snažnija reakcija u pogledu značajnijeg rasta inflacije. Stoga, u idućim mjesecima očekujemo polagano iščezavanje učinka niskih cijena nafte, što će postupno dovesti i do viših stopa inflacije. S druge strane, u svojem javnom obraćanju nakon posljednjeg sastanka ESB-a predsjednik Draghi istaknuo je kako temeljna inflacija (koja isključuje cijene energije) još uvijek ne daje naznake željenog uzlaznog kretanja. Potonje nas navodi na zaključak da će upravo kretanje temeljne razine cijena biti vodeći orijentir u pogledu dostizanja ciljane inflacije. Očekujući da će cijena nafte tipa Brent (koja je referentna za europsko tržište) u sljedećoj godini dosegnuti prosječnih 55 dolara po barelu, posljedično bi lagani rast temeljne inflacije u europodručju mogao započeti u drugom polugodištu 2017. godine.

U tom kontekstu, držimo da će ESB-ov mjesečni program kupnje obveznica ostati na trenutačnim razinama (80 mlrd. eura) sve do prve polovice 2017. godine, nakon čega ne isključujemo njegovo postupno smanjenje. Smatramo da bi najkasnije na sastanku u prosincu ESB mogao i formalno objaviti produljenje programa QE. S obzirom na to da program kupnje obveznica može rezultirati nestašicom (ponajprije njemačkih) dužničkih vrijednosnica, smatramo da će doći do preinaka u samom programu poput napuštanja ili smanjenja dopuštenog limita upisa obveznica po pojedinom izdanju ili izdavatelju. Jedna od mogućih opcija je i napuštanje minimalno zahtijevanog prinosa (koji je trenutačno jednak diskontnoj stopi od -0.4%). Time bi se otkupljeni volumen preusmjerio s kraćih prema izdanjima dužeg dospijeca obveznica. Posljedično bi prinosi na kraćem dijelu krivulje mogli početno zabilježiti blagi pad, dok bi duži kraj prema koncu 2017. godine imao tendenciju rasta.

Kamatne stope na tržištu novca barem do trećeg tromjesečja 2017. uglavnom bi se zadržavale na trenutačnim razinama, dok prvo podizanje referentne kamatne stope ne očekujemo prije drugog tromjesečja 2018.

Tomislava Ujević

² Cijena nafte tipa Brent (koja je referentna za europsko tržište) koncem listopada porasla je za gotovo 20% u odnosu na kraj srpnja 2016.

Slaba potražnja za kreditima unatoč oporavku gospodarstva

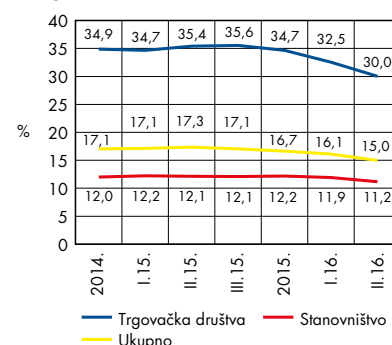
- Rast depozita i pad kredita
- Porast ulaganja u obvezničke fondove
- Smanjeno učešće neprihodujućih u ukupnim kreditima

Prije četiri i pol godine omjer kredita i depozita (LDR) u bankarskom sektoru dostigao je rekordnu razinu od 1,36. Od tada iznos ukupnih kredita postojano pada, a iznos depozita u bankama raste, pa je u kolovozu ove godine LDR pao ispod 1. U posljednjih dvanaest mjeseci uočavamo promjene u strukturi depozita. Pod utjecajem sniženih prinosa stagnira iznos oročenih depozita, a porast je ostvaren samo na depozitima po viđenju. Zaključujemo da klijenti zadržavaju novac u bankama zbog nedostatka atraktivnosti kod alternativnih ulaganja, a ne radi ostvarivanja prinosa na oročenim depozitima. Kod alternativnih ulaganja u investicijske fondove potencijalno viši prinos u odnosu na oročeni depozit u bankama povezan je s izlaganjem klijenta riziku od gubitka dijela imovine. No, u uvjetima rekordno niskih kamatnih stopa na tržištima novca prinosi na imovinu uloženu u novčane fondove znatno su sniženi. Kod investicijskih fondova povećavaju se samo ulaganja u obvezničke fondove. Zbog viših prinosa na dugoročni dug Republike Hrvatske obveznice ostvaruju povrat dostatan da nakon podmirenja upravljačke naknade za fond-menadžere ostvare prinos za klijenta viši od prinosa na oročene depozite u bankama.

U prethodnim godinama višak likvidnosti u sustavu kreiran je otplatom kredita i porastom depozita, a iskorišten je za razduživanje banaka prema inozemstvu. Ove godine proces razduživanja dovršen je u većini banaka. Banke više ne uspijevaju povećati plasmane ni državi, koja je započela proces fiskalne konsolidacije. U financiranju javnog duga aktivni su i mirovinski fondovi, čija se imovina stalno povećava zbog obvezne uplate jedne četvrtine doprinosa za mirovinsko osiguranje svih zaposlenika u obvezne mirovinske fondove. Banke nastoje zaustaviti rast likvidnosti snižavanjem kamatnih stopa na oročene depozite i ponudom atraktivnih uvjeta za kredite. No, potražnja za kreditima se ne povećava unatoč padu cijene kapitala. Stoga će višak likvidnosti u sustavu imati značajan utjecaj na poslovne politike banaka i u bližoj budućnosti. Prognoziramo daljnje smanjivanje kamatnih stopa na oročene depozite kao i kamatnih stopa na kredite klijentima. Pad kamatnih stopa na kredite omogućen je povoljnim kretanjima u kvaliteti portfelja. U posljednja četiri tromjesečja bilježimo pad neprihodujućih kredita. Posljedično se smanjuje i premija za rizik koju banke ugrađuju u kamatne stope za kredite. Troškovi za gubitke na portfelju u razdoblju recesije gospodarstva umanjivali su neto prihode banaka za visokih 50% u prosjeku. Izostanak gubitaka na portfelju u 2016. omogućio je snažan porast dobiti bankarskog sustava. Ostvarena neto dobit razdoblja od 2,9 milijardi kuna u prvom polugodištu podiže stopu povrata na uloženi kapital na dvoznamenkastu razinu, što nije zabilježeno još od 2007. godine. Porast dobiti rezultira iz jednokratnih dobitaka na početku 2016. – od otpuštanja rezervacija za rizike nakon umanjivanja obračunske osnovice u provedbi konverzije kredita iz franka u euro i od prodaje udjela banaka u međunarodnim kartičnim kompanijama. Do kraja godine djelomično će izbljediti pozitivan utjecaj jednokratnih dobitaka na rezultat poslovanja banaka. Za cijelu godinu prognoziramo jednoznamenkasti iznos povrata na kapital banaka, ali značajno iznad prosjeka ostvarenog u razdoblju recesije.

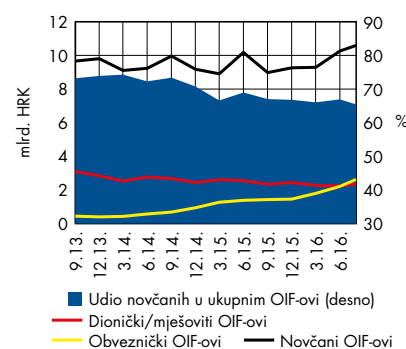
Anton Starčević

Udio neprihodujućih kredita u ukupnima (NPL ratio), kr u %



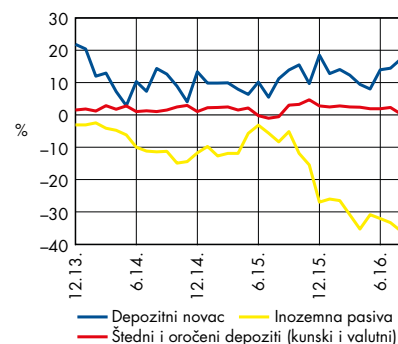
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina



Izvori: HANFA, Raiffeisen istraživanja

Godišnja stopa rasta inozemne pasive i depozita kreditnih institucija

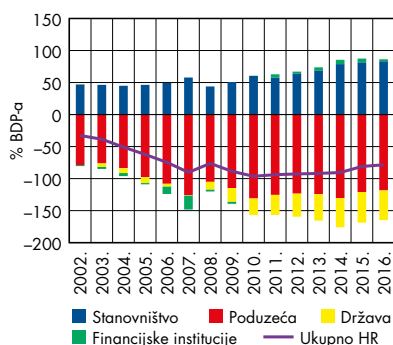


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Smanjuju se bilančne neravnoteže

- Od 2015. počinje rast gospodarstva bez zaduživanja
- Rast financijske imovine u sektoru stanovništva
- Financijske obveze poduzeća i države se smanjuju
- Poboljšanje neto inozemne investicijske pozicije

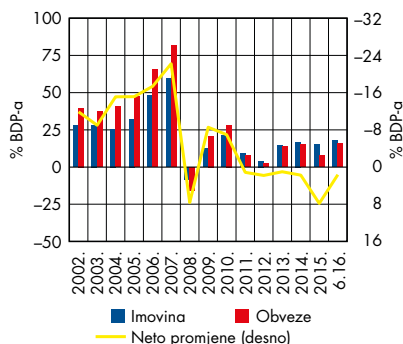
Neto financijska imovina po sektorima



Izvori: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Kretanje financijske imovine i obveza po sektorima i financijskim instrumentima za Hrvatsku se prati od 2001. godine. Razdoblje gospodarskog prosperiteta od 2002. do 2007. obilježilo je povećanje bilančnih neravnoteža uzrokovanih modelom rasta financiranog uvoznim kapitalom. Slijedilo je dvogodišnje razdoblje (2008. i 2009.) obilježeno šokovima na vanjskim financijskim tržištima, u kojem se snažno mijenjala valorizacija financijske imovine i obveza. Od 2010. do 2014. financijska tržišta se postupno stabiliziraju, ali gospodarstvo Hrvatske je zapelo u recesiji. Privatni sektor se prilagodio visokim razinama bilančnih neravnoteža i polagano počeo razduživati, dok je neprilagođeni sektor države ubrzano povećavao zaduženost. U 2015. započinje oporavak gospodarstva iniciran povoljnim utjecajima iz okruženja, a ostvareno povećanje dohoda i privatni i javni sektor koriste za smanjivanje zaduženosti i popravljaju bilančne pozicije prema inozemstvu.

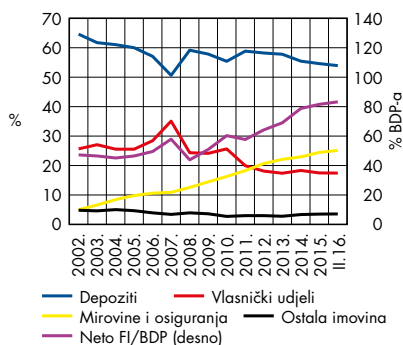
Financijska imovina i obveze, godišnje promjene



Izvori: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Promjene u financijskoj imovini sektora stanovništva rezultiraju iz štednje te iz atraktivnosti ponude financijskih instrumenata na tržištu kao i propisanih ulaganja u mirovinske fondove. Negativna iskustva izlaganja cjenovnom riziku iz razdoblja nestabilnosti na financijskim tržištima ostavila su dubok trag na preferencijama stanovništva. Ulaganja u imovinu s niskim rizicima, ponajviše u oročene devizne depozite kod banaka, privlačnija su od ulaganja u rizične instrumente s mogućnošću ostvarivanja višeg prinosa. Na odabir depozita u bankama poticajno je utjecao i atraktivni kamatni prinos koji su banke nudile u razdoblju povišene averzije prema tržištima s rastućim javnim dugom. S druge strane, negativna kretanja u gospodarstvu, zaposlenosti i realnim primicima zaposlenih u razdoblju recesije gospodarstva ograničila su potencijal štednje. Zbog toga se rast depozita u bankama bazirao na prirastu ostvarenom od pripisivanja kamata glavnici te na tečajnim razlikama ostvarenim na deviznim depozitima. Od 2014. smanjuju se kamatne stope banaka na depozite, a započinje tendencija aprecijacije kune prema euru. Zbog toga je izostao rast kuskog iskaza vrijednosti depozita u bankama pa ukupna financijska imovina stanovništva u odnosu na BDP stagnira na razini od 120%.

Struktura financijske imovine sektora stanovništva



neto FI/BDP = neto financijska imovina kućanstava, u % BDP-a

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanje

Značajan utjecaj na strukturu financijske imovine stanovništva ima zakonska obveza uplate jedne četvrtine mirovinskog doprinosa svih zaposlenika u obvezne mirovinske fondove. Sustav mirovinske štednje uveden je 2002. godine i od tada imovina u obveznim mirovinskim fondovima stalno raste – na kraju 1. polugodišta 2016. dosegla je 23% BDP-a. U idućem razdoblju očekivano porezno rasterećenje dohotka trebalo bi povećati primitke stanovništva, a oporavak gospodarstva bi se trebao pozitivno odraziti na broj zaposlenih. Uz nastavak povoljnih kretanja na vanjskim tržištima roba, usluga i kapitala možemo očekivati rast ukupne financijske imovine kućanstava. Snižavanje kamatnih stopa za oročene depozite prema negativnim vrijednostima moglo bi preusmjeriti dio depozita iz banaka prema financijskim instrumentima višeg rizika.

Obveze sektora stanovništva odnose se na kreditna zaduženja. Polagano razduživanje stanovništva u lokalnim bankama započelo je 2010., a do kraja 2015.

zaduženost je smanjena s 42% na 39% BDP-a. Ubrzanje procesa razduživanja u 1. polugodištu 2016. rezultat je djelomičnog otpisa duga u procesu konverzije kredita potrošača iz franka u euro. S osnova konverzije dug stanovništva snižen je za 2,3% BDP-a. Zahvaljujući stalnom rastu ulaganja u mirovinske fondove, štednji u bankama te razduživanju, pozitivna neto financijska imovina stanovništva kontinuirano se povećava od 2008. godine. Na kraju 1. polugodišta 2016. dostigla je 83% BDP-a.

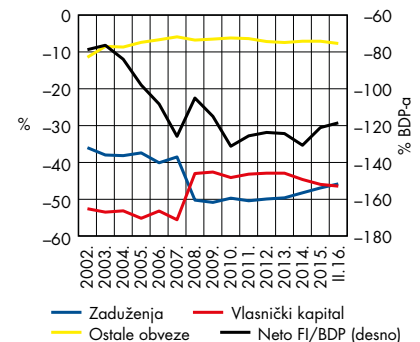
Za razliku od sektora stanovništva, financijske obveze u sektoru nefinancijskih poduzeća višestruko nadmašuju vrijednost financijske imovine. U procesu poslovanja nefinancijska poduzeća više koriste materijalnu i nematerijalnu imovinu, a financijska imovina predstavlja tek likvidni dio ukupne imovine poduzeća. U 2015. likvidnost poduzeća značajno je porasla. Negativna iskustva poduzetnika iz prethodnog razdoblja povećala su sklonost održavanja više razine likvidnosti unutar sektora poduzeća. Od 2012. do 2014. na snazi je bio propis o predstečajnoj nagodbi koji je omogućavao poduzeću dužniku pokretanje postupka nagodbe s vjerovnicima. Praktično je tim postupcima provedena financijska sanacija poduzeća dužnika na račun njihovih vjerovnika. Kod poduzeća vjerovnika ti su postupci neplanirano smanjili iznos potraživanja te posljedično i priljev likvidnosti. Pogođena poduzeća vjerovnici morala su uzimati dodatne kredite kako bi konsolidirala obrtni kapital. Budući da je zbog gubitka potraživanja umanjena vrijednost imovine poduzeća vjerovnika, posljedično im je smanjena i kreditna sposobnost. Zbog toga se povisila cijena dodatnog zaduživanja za pogođena poduzeća vjerovnike, što im je prouzročilo dodatne gubitke. Nakon loših iskustava s predstečajnim nagodbama poduzeća preferiraju jačanje otpornosti na šokove. Jačanje likvidnosti u sektoru poduzeća omogućio je i pad cijena kapitala jer se viša razina sigurnosti poslovanja može postići uz minimalan trošak.

Financijske obveze sektora poduzeća sastoje se od vlasničkoga kapitala i zaduženja. Poduzeća smanjuju zaduženost od 2010. godine, kada je zabilježena najviša razina od 80% BDP-a. Tada je počeo proces razduživanja, u kojem je do sredine 2016. dug poduzeća smanjen za više od 10% BDP-a. Smanjenje duga rezultira iz otplate, ali i iz postupaka za sanaciju ili restrukturiranje duga. U provedenim sanacijama brodogradilišta i javnih poduzeća banke i druge financijske institucije prenijele su na državu dio potraživanja od poduzeća. A u postupcima predstečajnih nagodbi otpisan je dio duga poduzeća ili je pretvoren u vlasnički kapital. Dodatni kanal za smanjenje duga poduzeća je prodaja potraživanja vjerovnika specijaliziranim institucijama za naplatu problematičnih potraživanja uz otpis dijela duga.

Polovina ukupnog zaduženja u sektoru poduzeća odnosi se na obveze prema inozemstvu. No, u posljednje dvije godine povećava se sklonost poduzeća prema zaduživanju u domaćoj valuti. Snižavanje cijene zaduženja u kunama smanjuje atraktivnost alternativnog zaduživanja u eurima. Time se povećava potražnja za kuskim kreditima koje odobravaju lokalne banke. U idućem razdoblju očekujemo nastavak rasta zaduživanja poduzeća u kunama kod domaćih banaka i usporedno smanjivanje učešća direktnog kreditiranja iz inozemstva.

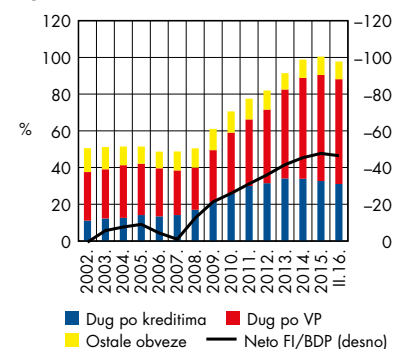
Financijske obveze sektora države predstavljaju javni dug, dok se financijska imovina sastoji od vlasničkoga kapitala u državnim poduzećima, uključujući poduzeća u mješovitom vlasništvu, te od likvidnog dijela imovine. Brzi rast javnog

Struktura financijskih obveza sektora poduzeća



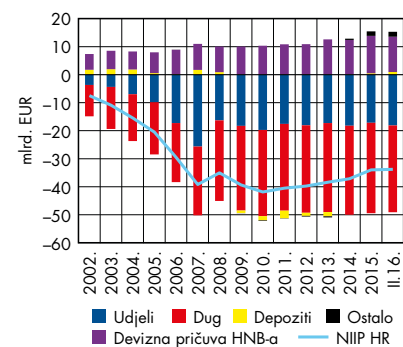
neto FI/BDP = neto financijska imovina poduzeća, u % BDP-a
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Struktura financijskih obveza sektora opće države



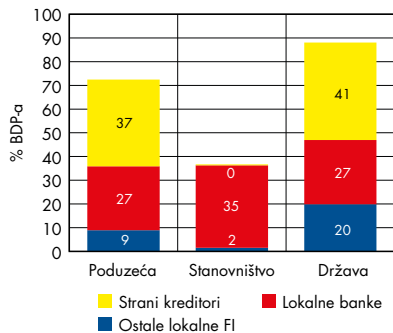
neto FI/BDP = neto financijska imovina poduzeća, u % BDP-a
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Neto inozemna investicijska pozicija



neto FI/BDP = neto financijska imovina poduzeća, u % BDP-a
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Struktura ukupnog zaduženja po sektorima, sredinom 2016.



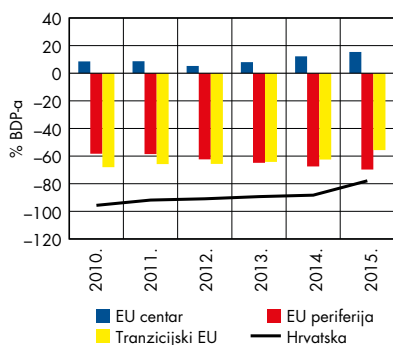
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

duga započeo je 2008. godine, a zaustavljen je tek 2015., kada započinje proces fiskalne konsolidacije. Kretanje financijske imovine države nije pratilo recentni rast zaduženja, koje je korišteno za financiranje proračunskog manjka i za otplatu duga saniranih poduzeća. Posljedično je kumuliran manjak financijske imovine države u odnosu na obveze porastao na razinu iznad 45% BDP-a.

Razlika ukupne financijske imovine i obveza svih sektora predstavlja bilančnu poziciju prema inozemstvu. U skupu mjerila za makroekonomske neravnoteže (MIP scoreboard) pokazatelj neto inozemne investicijske pozicije (NIIP) predstavlja agregatni iskaz bilančnih odnosa pojedine članice EU-a s inozemstvom. Granična prihvatljivost tog pokazatelja je -35% BDP-a. Na kraju 2015. od 28 članica EU-a njih 13 zadovoljava kriterij od -35%, a ostalih 15 članica je ostvarilo više razine negativne pozicije, među njima i Hrvatska. U 2015. Hrvatska je ostvarila značajan napredak, a kretanja u 1. polugodištu 2016. upućuju na nastavak procesa smanjivanja negativne investicijske pozicije prema inozemstvu.

EU – neto inozemna investicijska pozicija

Anton Starčević



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Solidan rast dioničkih tržišta na krilima visoke likvidnosti

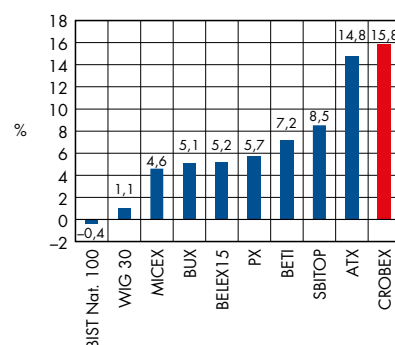
- Rast gotovo svih dioničkih indeksa regije SIE
- CROBEX rastom od 15,8% najbolji u regiji
- Dionice turističkog sektora predvodnice rasta

Gotovo svi dionički indeksi regije SIE u trećem su tromjesečju 2016. ostvarili solidan rast zahvaljujući dobrim makroekonomskim podacima i visokoj likvidnosti sustava, a izostao je i negativan utjecaj Brexita. Iznimke su bili turski indeks BIST Nat. 100, koji je jedini tromjesečje zaključio u minusu, te poljski WIG 30 s minimalnim rastom od tek 1,1%. Razlog njihovim slabijim rezultatima su u oba slučaja bili unutarnji čimbenici odnosno politička nesigurnost. Uvjerljivo najviši povrat među regionalnim indeksima ostvario je CROBEX (+15,8%), a slijede ga austrijski indeks ATX te slovenski SBITOP. Osim općenito prisutnog pozitivnog raspoloženja na dioničkim tržištima, za snažan rast ATX-a zaslužan je rast dionica nekretninskog sektora. Dobri makroekonomski podaci potaknuli su i solidan rast rumunjskog indeksa BET kao i češkog indeksa PX, koji je najviše bio pod utjecajem rasta bankarskih dionica.

Osim prelijevanja globalnog pozitivnog raspoloženja, rast hrvatskog dioničkog tržišta potaknuo je i početak oporavka domaćega gospodarstva te rekordna turistička sezona. CROBEX je od početka 2016. na vrijednosti dobio 14,9%, što je jedna od najviših stopa među regionalnim indeksima. Gledano prema sektoru, najveći dobitnik bile su turističke dionice, a pritom je najveći rast zabilježio Imperial, na krilima prihvaćanja ponude za preuzimanje državnog udjela od strane Valamar Riviere. I ostali sektori bilježe rast vrijednosti, a samo su dionice sektora transporta zabilježile pad u trećem tromjesečju. Sve sastavnice CROBEX-a ostvarile su rast u promatranom razdoblju, a na vrhu ljestvice našla se dionica OT-Optima Telekom s plusom od čak 66,7%, dok su najslabije povrate imale dionice Sunčanog Hvara i Tankerske Next Generation. Val optimizma na Zagrebačkoj burzi pratio je i značajan rast prometa pa je tako ukupni ostvareni redovni dionički promet iznosio 591,9 mil. kuna, što je 59,6% više u odnosu na drugo tromjesečje 2016. i gotovo isto kao u trećem tromjesečju 2015. Ukupna tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi na kraju tromjesečja iznosila je 139,3 mlrd. kuna, što je 15,8% više u odnosu na kraj drugog tromjesečja te 12,7% više u odnosu na isto razdoblje 2015. Najviše se trgovalo dionicama HT-a s ukupnim prometom od 103,6 mil. kuna te zatim dionicama Valamar Riviere sa 73,8 mil. kuna.

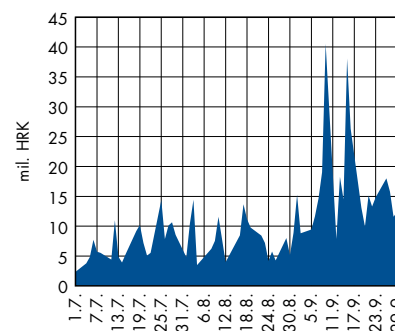
Ana Turudić i Nada Harambašić Nereau

Regionalni indeksi – prinosi u 3. tromjesečju 2016.*



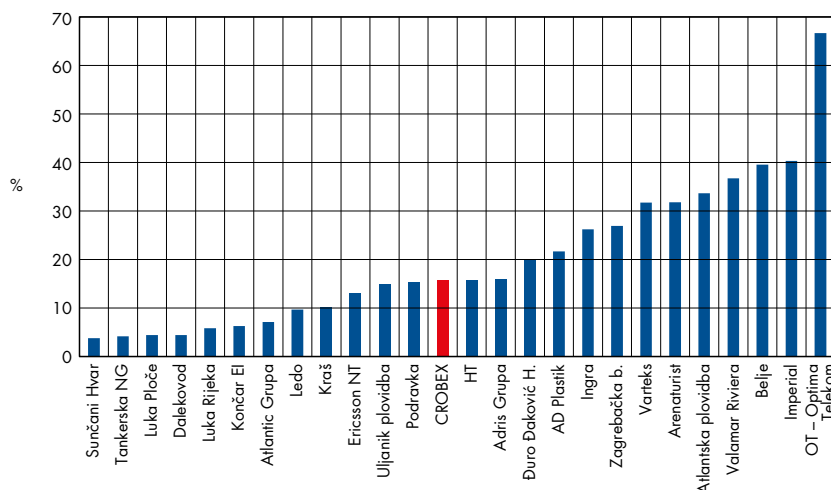
* u lokalnoj valuti na datum 30.9.2016. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Redovni promet



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati sastavnica CROBEX-a u trećem tromjesečju 2016. (dividende nisu uključene)*

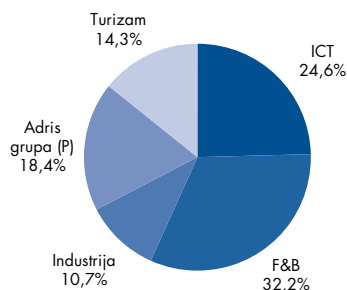


* povrati izračunati na datum 30.9.2016. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Usporavanje rasta u posljednjem tromjesečju 2016.

- Likvidnost i povoljne makro prognoze idu u prilog dioničkim indeksima regije SIE
- Visoko relativno vrednovanje indeksa CROBEX10
- Lokalni čimbenici u fokusu na Zagrebačkoj burzi

Sektorski sastav CROBEX10



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

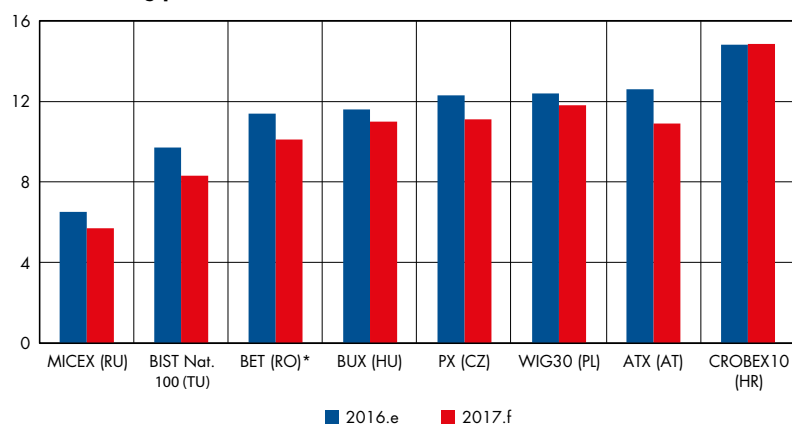
Do kraja 2016.e najveći poticaj dioničkim tržištima i dalje će biti ekspanzivna monetarna politika kao i solidni makroekonomski podaci. Kratkotrajnu nestabilnost bi mogli uzrokovati brojni referendum i izbori koji nas očekuju, ali ipak ne očekujemo njihov značajniji utjecaj na svjetska dionička tržišta pa tako ni na tržišta regije SIE. Prema očekivanom P/E omjeru za 2016.e (8,1x)¹ ruski indeks MICEX relativno je najpovoljnije vrednovan te očekujemo njegov solidan rast u sljedećih godinu dana. Poticaj rastu tog indeksa trebala bi dati rastuća cijena nafte te očekivani izlazak ruskog gospodarstva iz recesije. Relativno nisko je vrednovan i turski indeks BIST Nat. 100, ali je realizacija potencijala rasta ograničena rezerviranošću investitora zbog političke situacije. Najveći očekivani dividendni prinos u 2016.e ima češki indeks PX (5,7%), što daje atraktivnost tom indeksu koji je, s druge strane, i relativno visoko vrednovan (P/E 2016.e: 12,3x).

Povoljan utjecaj visoke likvidnosti trebao bi se i nadalje odražavati i na Zagrebačku burzu, a s obzirom na to da je formirana nova Vlada, u fokusu bi trebali biti ponajprije lokalni faktori i iščekivanje prvih poteza u smjeru provedbe reformi.

Početak oporavka gospodarstva je prisutan, što svakako ohrabruje, ali na održivi rast dioničkog tržišta ipak će trebati još pričekati. Prema procjenama Bloomberg, CROBEX10 ima uvjerljivo najviši očekivani P/E omjer za 2016.e (14,8x) među regionalnim indeksima pa stoga očekujemo usporavanje rasta domaćeg dioničkog tržišta do kraja godine. Kad govorimo o nešto dužem roku, odnosno u sljedećih godinu dana, očekujemo da bi rast indeksa moglo potaknuti poboljšanje investicijske klime i nastavak gospodarskog rasta, naravno, pod uvjetom da Vlada započne s nužnim reformama. Za 2017.f očekuje se pad dobiti sastavnica indeksa CROBEX10, ali razlog nisu negativni trendovi u gospodarstvu, nego individualni čimbenici kod pojedinih sastavnica tako da to ne smatramo ograničavajućim faktorom.

Ana Turudić i Nada Harambašić Nereau

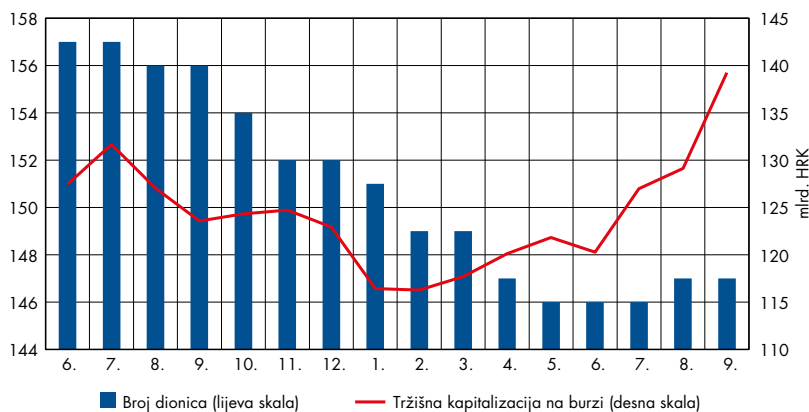
P/E indeksa u regiji



* BET bez Fondul Proprietatea

Izvori: Thomson Reuters, IBES, Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Broj i tržišna kapitalizacija dionica



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

¹ Raiffeisen RESEARCH, Central & Eastern European Strategy 4rd quarter 2016, http://www.rbinternational.com/eBusiness/services/resources/media/829189266947841370-829189181316930732_8296033_00989963599-1189825811_625145330-1-2-EN.pdf

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomska istraživanja

mr. sc. Zrinka Živković Matijević, direktorica; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr
 Elizabeta Sabolek Resanović, ekonomski analitičar; tel.: 01/46 95 099, e-adresa: elizabeta.sabolek-resanovic@rba.hr
 Tomislava Ujević, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 606, e-adresa: tomislava.ujevic@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 74 210; 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

Urednik

mr. sc. Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih istraživanja

Kratice

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje

bb – bazni bod

BDP – bruto domaći proizvod

BoE – *Bank of England*

CDS – *Credit Default Swap*

CHF – švicarski franak

CIS – Zajednica neovisnih država

CPI – *Consumer Price Index*

DIP – Državno izborno povjerenstvo

DZS – Državni zavod za statistiku

e – procjena (*estimate*)

EK – Europska komisija

ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa

ESB – Europska središnja banka

EU – Europska unija

EUR – euro

Euribor – *Euro Interbank Offered Rate*

Eurostat – Statistički ured Europske unije

f – prognoza (*forecast*)

Fed – *Federal Reserve System*

FI – financijska institucija

FOMC – *The Federal Open Market Committee*

GBP – britanska funta

god., g – godina

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HNB – Hrvatska narodna banka

HRK – kuna

HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje

IBES – *Institutional Brokers' Estimate System*

ILO – *International Labour Organisation*

JIE – zemlje Južne i Istočne Europe

kr – kraj razdoblja

k.s. – kamatna stopa

LIBOR – *London Interbank Offered Rates*

m – mjesec

MF – Ministarstvo financija

mil. – milijun

MIP – *Macroeconomic Imbalance Procedure*

mlrd. – milijarda

NPL – *Non-performing Loans*

NR – nema rejting

OIF – otvoreni investicijski fond

OPEC – *Organization of the Petroleum Exporting Countries*

pb – postotni bod

PDV – porez na dodanu vrijednost

pr – prosjek razdoblja

QE – *Quantitative easing*

RBA – *Raiffeisen Bank*

SAD – Sjedinjene Američke Države

SE – zemlje Srednje Europe

SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe

SNB – *Swiss National Bank*

USD – američki dolar

ZIBOR – *Zagreb Interbank Offered Rates*

ZSE – *Zagreb Stock Exchange*

Grafička priprema

SIBI obrt; OIB: 62606715155; I.B. Mažuranić 70, 10090 Zagreb

Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Magazinska 69, 10000 Zagreb

www.rba.hr

tel.: 01/45 66 466, telefaks: 01/48 11 626

Publikacija je dovršena 27. listopada 2016.

Publikacija odobrena od strane urednika: 4. studenoga 2016. u 10:15 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 4. studenoga 2016. u 10:30 sati

ISSN 1332-9391



Izjava o odricanju odgovornosti

Izdavatelj publikacije: Raiffeisenbank Austria d.d. Magazinska cesta 69, 10000 Zagreb, Hrvatska ("RBA"). RBA je kreditna institucija osnovana u skladu sa odredbama Zakona o kreditnim institucijama.

Ekonomski istraživanja i Financijsko savjetovanje su organizacijske jedinice 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 djelomično, bez prethodne pisane suglasnosti RBA u svakom pojedinom slučaju. Ova publikacija ne predstavlja investicijski savjet ili osobnu preporuku glede kupovanja, držanja ili prodaje vrijednosnih papira, niti ponudu ili poziv na davanje ponude, te ne zamjenjuje niti dopunjuje bilo kakav pravni dokument koji je po propisima bilo koje države, uključujući i Republiku Hrvatsku, potreban za primarno izdanje ili sekundarnu trgovinu financijskim instrumentima, bez obzira radi li se o malim ili profesionalnim ulagateljima te bez obzira radi li se o subjektima ili rezidentima Republike Hrvatske ili koje druge jurisdikcije.

Ova publikacija temelji se na javno dostupnim informacijama, koje smatramo pouzdanima, ali za čiju potpunost i točnost ne preuzimamo nikakvu odgovornost. Sve analize sadržane u ovoj publikaciji utemeljene su jedino na javno dostupnim informacijama i pod pretpostavkom da su te informacije cjelovite i točne, a što ne mora biti slučaj i za korisnika predstavlja rizik, kako izdavatelja, tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda. Procjene, projekcije, preporuke ili predviđanja budućih događaja te mišljenja iznesena u ovoj publikaciji predstavljaju neovisne prosudbe analitičara na dan objavljivanja, ako nije drugačije navedeno. Za izradu ove publikacije značajni su bili sljedeći materijalni izvori: Državni zavod za statistiku, Hrvatska narodna banka, Vlada Republike Hrvatske, Hrvatski zavod za zapošljavanje, Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, Ministarstvo financija, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Zagrebačka burza, Ekonomski institut, Bloomberg, Eurostat, The Vienna Institute for International Economic Studies i ostali izvori izričito navedeni u analizi.

RBA zadržava pravo ne ažurirati informacije iznesene u ovoj publikaciji ili ih potpuno ukinuti. Objava ažurirane analize, ako je i bude, ostaje diskrecijska odluka analitičara i RBA. U slučaju izmjena ili ukidanja informacija iznesenih u ovoj publikaciji, RBA će obavijest o izmjenama ili ukidanju kao i razloge koji su doveli do izmjena ili ukidanja publikacije objaviti na isti način kao i ovu publikaciju uz jasno upućivanje da se izmjene ili ukidanje odnosi na ovu publikaciju.

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.

Cijene vrijednosnih papira koje se navode u ovoj publikaciji su zadnje cijene dostupne u 16:30 CET na dan koji prethodi ovoj publikaciji, osim ako u samoj publikaciji nije drugačije navedeno.

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 moraju nužno implicirati 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. 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 osobnu 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 savjetnikom za pojedinačna objašnjenja i savjete.

RBA, Raiffeisen Bank International AG ("RBI"), te bilo koje s njima 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 vrednovanja financijskih instrumenata samostalno i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") te Raiffeisen Zentralbank AG, Austria ("RZB") pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA. Analize se mogu odnositi na jednog izdavatelja ili više njih, te na financijske instrumente u njihovom izdanju.

Jedinstveni kriteriji za izdavanje preporuka i klasifikaciju rizika za dioničko tržište definirani su na način:

"Kupiti"/(Buy): za dionice koje imaju očekivani ukupni povrat od najmanje 15% (20% za dionice s visokim rizikom volatilnosti/ 10% za dionice s niskim rizikom volatilnosti) i predstavljaju najatraktivnije dionice među svim našim dionicama koje analiziramo i vrednujemo za razdoblje od sljedećih 12 mjeseci.

"Držati"/(Hold): za dionice za koje očekujemo pozitivni povrat do 15% (do 20% za dionice s visokim rizikom volatilnosti/ do 10% za dionice s niskim rizikom volatilnosti) u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Smanjiti"/(Reduce): za dionice za koje očekujemo negativni povrat do -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Prodati"/(Sell): za dionice za koje očekujemo negativni povrat od preko -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

Ciljane cijene se temelje na izračunatoj fer vrijednosti dobivenoj pomoću metode usporednog vrednovanja ("peer" analize) i/ili metodom diskontiranog novčanog tijeka (DCF metodom). Detaljna pojašnjenja korištenih metodologija dostupna su na: <https://www.rcb.at/en/the-bank/business-segments/cr/conceptand-methods/>

Prilikom objave analize, preporuka je određena koristeći gore definirane raspone. Privremena odstupanja od gore navedenih raspona ne dovode do automatske promjene preporuke nego će preporuka biti stavljena u razmatranje.

Mišljenja glede kretanja kamatnih stopa na tržištu novca Republike Hrvatske i kretanja cijena državnih obveznica izdanih u Republici Hrvatskoj temelje se na analizi kretanja tržišnih pokazatelja.

Ova publikacija nije ponuda ili osobna preporuka za kupnju ili prodaju financijskog instrumenta. Informacije iznesene ovdje ne sačinjavaju potpunu analizu svih materijalnih činjenica vezanih za izdavatelja, industriju ili financijski instrument. Ova publikacija može sadržavati očekivanja i izjave u pogledu budućeg razdoblja što uključuje rizike i neizvjesnosti, ali time ne jamči ostvarivanje budućih rezultata u bilo kojem pogledu koje su sukladno tome podložne promjenama. U skladu s tim, nijedno jamstvo ili tvrdnja, iskazana ili implicirana, nisu stvarni i ne treba se oslanjati na pravičnost, točnost, cjelovitost ili ispravnost informacija i mišljenja iznesenih u ovoj publikaciji.

Pregled Raiffeisen preporuka:

	Kupiti	Držati	Smanjiti	Prodati	Ukinuto	Pod razmatranjem
Broj preporuka	2	5	0	0	0	0
% svih preporuka	29%	72%	0%	0%	0%	0%
Usluge invest. bankarstva	0	2	0	0	0	0
% svih usl. invest. bankar.	0%	29%	0%	0%	0%	0%

Popis povijesnih preporuka za dionička tržišta, kamatne stope tržišta novca RH, hrvatske obveznice izdane na lokalnom tržištu i ostale preporuke dostupan je na linku: <http://www.rba.hr/istrazivanja/povijest-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 drže ili trguju financijskim instrumentima u iznosima koji premašuju 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja 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.

RBA je dio grupacije RBI. RBI je poslovna investicijska banka i ima sjedište u Austriji. Već 25 godina RBI djeluje u Srednjoj i Istočnoj Europi (SIE regiji) gdje ima mrežu banaka podružnica, leasing društava i brojnih drugih društava koja pružaju financijske usluge na 17 tržišta. Kao rezultat ovog položaja u Austriji i SIE regiji, RBI je uspostavio odnose i proširio ih u nekim slučajevima s kompanijama u sljedećim sektorima: nafta&plin, tehnologije, energija, nekretnine, telekomunikacije, financijske usluge, osnovni materijali, ciklični i ne-ciklični potrošački proizvodi, briga o zdravlju i industrija. RBI i/ili njegova povezana društva provodili su transakcije u vezi s proizvodima i uslugama (uključujući, ali ne isključivo, usluge investicijskog bankarstva) s izdavateljem iz analize, u proteklih 12 mjeseci. RBI i povezana društva uspostavili su organizacijske mjere koje su potrebne s pravnog stajališta i stajališta nadzora, a čije poštivanje prati Sukladnost (Compliance). 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 RBI, RBA, RCB, RZB 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.

Potencijalni sukobi interesa navedeni niže primjenjuju se u slučaju vrijednosnih papira navedenih u analizi ako su pripadajući redni brojevi navedeni na kraju odlomka:

1. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje više od 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja.
2. Izdavatelj posjeduje više od 5% udjela u temeljnom kapitalu RBA ili bilo kojem povezanom društvu.
3. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije ima značajne financijske interese u odnosu na izdavatelja.
4. RBA ili bilo koje povezano društvo djeluje kao održavatelj tržišta (ili specijalist) ili drugi održavatelj likvidnosti za vrijednosne papire izdavatelja, kada je to primjenjivo.
5. RBA ili bilo koje povezano društvo je bilo tijekom prethodnih dvanaest mjeseci glavni voditelj ili suvoditelj postupka bilo koje objavljene ponude vrijednosnih papira izdavatelja u smislu usluge provedbe ponude odnosno prodaje vrijednosnih papira izdavatelja sa i bez obveze otkupa, kada je to primjenjivo.
6. RBA ili bilo koje povezano društvo je u bilo kojem drugom sporazumu s izdavateljem koji se odnosi na pružanje usluga investicijskog bankarstva, osim ako bi to značilo objavljivanje povjerljivih poslovnih informacija i da je sporazum bio na snazi prethodnih dvanaest mjeseci ili je tijekom istog razdoblja doveo do plaćanja naknade ili obećanja da će naknada biti plaćena, kada je to primjenjivo.
7. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je stranka sporazuma s izdavateljem koji se odnosi na izradu preporuke, kada je to primjenjivo.
8. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje vrijednosne papire izdavatelja koje je analizirao.
9. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je u Nadzornom odboru/Odboru direktora izdavatelja čije je poslovanje analizirao.
10. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je primio ili stekao vrijednosni papir izdavatelja prije javne ponude izdanja. U tom slučaju zahtijeva se pred-odobrenje transakcije s istaknutim datumom i kupovnom ili prodajnom cijenom.
11. Kompenzacija analitičara ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je povezana s davanjem usluga investicijskih usluga od strane RBA ili bilo kojeg povezanog društva.

Primjenjive napomene: Napomena br. 3, 4 i 5.

Portfelji analitičara i drugih fizičkih osoba koji su sudjelovali u izradi ove analize dostupni su na: <http://www.rba.hr/istrazivanja/portfelj-rba-analiticara>

Izjava analitičara: Financijska naknada autoru analize nije i neće biti povezana, izravno ili posredno, s preporukama ili stajalištima iznesenim u ovoj publikaciji niti ista ovisi o provedenim transakcijama.

Zaposlenik RBA koji nije sudjelovao u izradi, ali koji je imao pristup ovoj publikaciji prije njezine distribucije, nema značajan financijski interes u jednom ili više financijskih instrumenata izdavatelja koji su predmetom publikacije. Zaposlenik RBA koji nije sudjelovao u izradi, ali koji je imao pristup publikaciji prije njezine distribucije, nije u sukobu interesa u vezi s izdavateljem koji je predmetom publikacije.

RBA ima odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga ("HANFA") za obavljanje svih poslova propisanih važećim Zakonom o tržištu kapitala i drugim važećim zakonima i podzakonskim propisima. Međutim, RBA je ovlaštena obavljati te poslove samo na teritoriju Republike Hrvatske, ne i drugdje. Ukoliko bi ova publikacija, u cijelosti ili djelomično, bila dostupna u bilo kojoj jurisdikciji osim Republike Hrvatske, treba je smatrati nepostojećom.

Ovaj dokument se ne smije distribuirati u UK, Japanu, Hong Kongu, Kanadi i SAD-u.