

RBAanalyze

broj 55
listopad 2014.

Stabilizacija na iznimno niskim razinama

- Slabi izgledi za oporavak
- Potreba snažnije konsolidacije javnih financija
- Visoka likvidnost i niski prinosi
- Rujansko oduševljenje dionicama splasnulo



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja.....	3
Usporedne tablice.....	4

Uvod

Još uvijek bez izvora rasta	5
-----------------------------------	---

Realni sektor

Konačno na dnu?.....	6
----------------------	---

Fiskalna politika

Rebalans rebalansa.....	7
-------------------------	---

Tržište duga

Pad prinosa diljem tržišta.....	9
---------------------------------	---

Monetarna politika i inflacija

Nastavak deflatornih kretanja.....	11
------------------------------------	----

Tečaj

Izostanak jačanja kune, polagani rast EUR/HRK.....	12
--	----

Bilanca plaćanja, vanjski dug

Pozitivan doprinos turističke predsezona.....	13
---	----

Politike središnjih banaka

ESB – nove mjere ekspanzivne politike	14
---	----

Financijski sustav

Izražene slabosti na strani potražnje za kreditima.....	15
---	----

Mirovinski sustav

Mirovinski sustav pod pritiskom nepovoljnih čimbenika.....	16
--	----

Tržište dionica

Rast optimizma kratkog vijeka	18
Regionalna tržišta unutar veće slike	19

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
BDP i proizvodnja										
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	5,2	2,1	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-0,9	-0,8	0,0	1,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	43.935	48.135	45.093	45.022	44.737	43.959	43.553	42.866	43.395	44.720
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.187	11.166	10.471	10.479	10.446	10.297	10.221	10.096	10.256	10.600
Trgovina na malo, % promjena, realno	3,6	-1,5	-15,0	-1,9	0,9	-4,2	-0,5	0,2	1,2	2,1
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	4,9	1,2	-9,2	-1,4	-1,2	-5,5	-2,0	0,5	1,5	2,5
Cijene, nezaposlenost i proračun										
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	5,8	2,9	1,9	1,8	2,1	4,7	0,3	0,5	1,2	2,5
%, prosjek	2,9	6,1	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	0,0	1,5	1,9
Proizvođačke cijene, %, kraj razdoblja	5,8	4,7	1,6	5,7	5,8	6,9	-2,6	-1,0	2,5	3,0
%, prosjek	3,4	8,3	-0,4	4,3	6,4	7,0	0,5	-2,4	2,0	2,5
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	14,8	13,2	14,9	17,4	18,0	19,1	20,3	21,0	20,6	19,5
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	9,6	8,4	9,1	11,8	13,5	15,9	17,2	17,4	17,2	17,0
Prosječna neto plaća, u HRK	4.840	5.177	5.311	5.342	5.441	5.478	5.515	5.500	5.525	5.600
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 95	-2,5	-1,4	-5,3	-6,4	-7,8	-5,0	-4,9	-4,8	-4,5	-4,1
Javni dug, mlrd. HRK	106,0	102,9	120,8	145,7	170,9	183,7	220,2	235,8	250,6	264,4
Javni dug, % BDP-a	32,9	29,6	36,5	44,4	51,4	55,6	66,7	72,0	75,4	77,3
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	18.271	19.843	16.315	17.715	18.769	19.092	18.736	19.261	19.562	19.863
% promjena	7,7	8,6	-17,8	8,6	6,0	1,7	-1,9	2,8	1,6	1,5
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	21.375	23.622	17.831	17.685	18.715	18.693	18.176	18.476	18.691	18.872
% promjena	9,3	10,5	-24,5	-0,8	5,8	-0,1	-2,8	1,6	1,2	1,0
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ¹	-6,5	-7,2	-8,8	-5,1	-1,1	-0,9	-0,1	0,9	1,2	0,9
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	9.307	9.121	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.500	12.600	12.700
Međunarodne pričuve, u mjeseci- ma uvoza roba i usluga, kr ¹	5,2	4,6	7,0	7,2	7,2	7,2	8,5	8,1	8,1	8,1
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ²	3.600	4.054	2.409	370	1.091	1.055	437	621	800	1.000
Noćenja turista, % promjena	5,7	2,0	-1,3	2,6	7,0	4,0	3,3	2,5	2,5	3,0
Inozemni dug, mlrd. EUR	33,7	40,6	45,3	46,5	45,9	44,9	45,6	45,8	46,2	46,5
Inozemni dug, kao % BDP-a ¹	76,8	84,3	100,4	103,3	102,6	102,1	104,8	106,8	106,5	104,0
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ¹	184,6	204,6	277,5	262,6	244,6	235,0	243,5	237,8	236,2	234,1
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,01	5,27	5,10	5,51	5,80	5,72	5,55	6,10	6,70	6,12
pr, USD/HRK	5,35	4,91	5,26	5,49	5,34	5,85	5,71	5,70	6,38	6,38
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,33	7,32	7,31	7,39	7,53	7,55	7,64	7,68	7,70	7,65
pr, EUR/HRK	7,34	7,22	7,34	7,29	7,43	7,52	7,57	7,64	7,66	7,65
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	57,9	55,2	47,2	48,3	51,9	52,8	58,5	60,9	63,8	67,1
% promjena	19,3	-4,6	-14,6	2,3	7,5	1,6	10,9	4,0	4,8	5,3
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	233,1	244,1	244,4	251,7	255,7	263,8	271,5	277,1	284,0	289,7
% promjena	18,5	4,7	0,1	3,0	1,6	3,2	2,9	2,1	2,5	2,0
Plasmani, mlrd. HRK, kr	213,2	241,8	241,9	256,5	269,1	258,5	256,6	253,9	255,1	257,7
% promjena	15,3	13,4	0,0	6,1	4,9	-3,9	-0,7	-1,0	0,5	1,0
ZIBOR 3m, %, pr	5,7	7,2	8,9	2,4	3,2	3,4	1,5	1,0	1,1	1,5
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	4,2	6,0	7,5	4,0	4,0	4,1	2,5	2,0	2,1	2,4

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

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

Prognoze: Samostalna direkcija ekonomskih istraživanja

Izvori: HNB, DZS, MF

BDP, realna godišnja promjena (%)

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

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene (% god. promjena)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	0,9	0,2	1,0	1,8
Mađarska	1,7	0,3	2,2	3,2
Češka	1,4	0,5	1,9	2,2
Slovačka	1,4	0,0	1,0	2,0
Slovenija	1,8	0,1	0,9	1,3
SE	1,2	0,3	1,3	2,1
Hrvatska	2,2	0,0	1,5	1,9
Bugarska	0,9	-0,7	2,7	3,2
Rumunjska	4,0	1,2	2,2	2,8
Srbija	7,8	5,5	5,5	5,0
BiH	-0,1	-0,9	3,5	2,5
Albanija	1,9	1,8	2,5	2,8
JIE	3,4	1,1	2,6	2,9
Rusija	6,8	7,3	6,2	5,7
Ukrajina	-0,2	11,3	13,0	9,0
Bjelorusija	18,3	21,0	20,0	15,0
CIS	6,6	8,0	7,1	6,2
SIE	4,8	5,2	5,1	4,8
Italija	1,3	0,0	0,3	0,8
Austrija	2,1	1,5	1,7	1,9
Njemačka	1,6	1,0	2,0	2,5
Eurozona	1,4	0,5	1,1	1,4
SAD	1,5	1,9	2,2	2,5

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Tekući račun (% BDP-a)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	-1,4	-0,3	-1,1	-2,6
Mađarska	3,0	3,5	3,5	3,5
Češka	-1,4	0,4	0,3	0,0
Slovačka	2,2	1,8	1,6	1,3
Slovenija	6,5	6,4	5,0	4,2
SE	-0,1	0,9	0,3	-0,7
Hrvatska	-0,1	0,9	1,2	0,9
Bugarska	1,9	1,7	-0,5	-0,8
Rumunjska	-1,1	-1,7	-2,2	-2,7
Srbija	-6,5	-5,6	-6,7	-7,5
BiH	-5,5	-9,6	-8,3	-7,2
Albanija	-10,4	-10,3	-11,0	-10,1
JIE	-1,6	-2,0	-2,7	-3,1
Rusija	1,6	2,8	2,9	2,8
Ukrajina	-9,0	-3,2	-3,2	-3,6
Bjelorusija	-10,2	-5,4	-5,8	-6,8
CIS	0,4	2,1	2,2	2,0
SIE	0,1	1,3	1,1	0,7
Italija	1,0	1,5	1,3	1,0
Austrija	2,7	2,3	2,2	1,8
Njemačka	7,5	7,0	6,5	6,0
Eurozona	2,4	2,3	2,4	2,2
SAD	-2,3	-2,6	-2,9	-2,9

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Saldo konsol. opće države (% BDP-a)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	-4,3	-3,2	-2,7	-2,0
Mađarska	-2,3	-2,9	-2,9	-2,9
Češka	-1,5	-1,5	-2,1	-1,9
Slovačka	-2,8	-2,6	-2,5	-1,4
Slovenija	-14,7	-5,0	-4,0	-4,0
SE	-3,8	-2,9	-2,6	-2,2
Hrvatska	-4,9	-4,8	-4,5	-4,1
Bugarska	-1,9	-2,2	-1,8	-1,1
Rumunjska	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
Srbija	-4,8	-8,0	-7,0	-5,5
BiH	-2,2	-3,8	-2,5	-1,5
Albanija	-6,0	-6,6	-4,5	-3,5
JIE	-3,0	-3,5	-3,2	-2,8
Rusija	-1,0	-0,8	-0,6	-0,2
Ukrajina	-6,5	-10,0	-6,0	-4,0
Bjelorusija	0,2	0,0	0,0	0,0
CIS	-1,4	-1,5	-1,0	-0,5
SIE	-2,2	-2,1	-1,7	-1,2
Italija	-3,0	-3,0	-2,5	-2,0
Austrija	-1,5	-2,6	-1,4	-0,9
Njemačka	0,0	0,0	0,0	0,5
Eurozona	-3,0	-2,5	-2,3	-2,0
SAD	-4,1	-3,0	-2,6	-2,8

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Javni dug (% BDP-a)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	57,0	49,4	50,0	48,4
Mađarska	79,2	81,6	80,5	79,3
Češka	46,0	45,8	45,8	45,5
Slovačka	55,4	55,4	55,4	53,4
Slovenija	73,0	76,0	78,0	79,0
SE	58,3	54,8	55,0	53,8
Hrvatska	66,7	72,0	75,4	77,3
Bugarska	19,0	22,0	22,0	20,0
Rumunjska	38,4	39,1	39,4	39,4
Srbija	63,0	69,8	74,7	76,9
BiH	41,5	45,0	44,6	42,5
Albanija	68,0	72,0	70,0	69,0
JIE	43,6	46,3	47,4	47,5
Rusija	11,3	11,5	12,0	13,0
Ukrajina	40,3	65,0	70,0	69,0
Bjelorusija	32,5	34,4	36,0	37,0
CIS	14,2	16,3	17,1	18,0
SIE	28,9	29,6	30,3	30,6
Italija	132,3	136,3	136,6	134,7
Austrija	74,5	80,8	79,9	77,9
Njemačka	78,4	77,3	74,5	71,0
Eurozona	92,6	93,6	93,1	92,5
SAD	100,5	102,4	101,4	100,0

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Inozemni dug (% BDP-a)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	71,0	69,3	69,3	66,2
Mađarska	123,5	119,2	102,8	96,8
Češka	54,2	54,2	53,0	51,3
Slovačka	82,7	92,6	94,7	91,9
Slovenija	113,3	113,5	114,8	114,6
SE	77,7	77,2	74,9	71,6
Hrvatska	104,8	106,8	106,5	104,0
Bugarska	93,5	92,1	82,4	76,4
Rumunjska	67,5	62,7	62,6	62,3
Srbija	80,8	80,3	84,8	81,8
BiH	62,4	63,5	62,5	56,7
Albanija	28,2	28,9	30,8	31,1
JIE	75,8	73,3	72,1	69,8
Rusija	33,7	38,5	40,3	37,5
Ukrajina	77,0	107,6	127,2	124,1
Bjelorusija	52,7	52,8	52,3	51,4
CIS	37,6	43,0	45,5	42,9
SIE	52,2	56,0	56,6	54,1
Italija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

EUR/lokalna valuta (prosjek)

	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	4,20	4,18	4,13	3,97
Mađarska	297	310	319	327
Češka	26,0	27,5	27,3	26,4
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
SE	7,57	7,64	7,66	7,65
Hrvatska	1,96	1,96	1,96	1,96
Bugarska	4,42	4,44	4,44	4,40
Rumunjska	113	117	122	124
Srbija	1,96	1,96	1,96	1,96
BiH	140	140	140	140
Albanija	euro	euro	euro	euro
JIE	42,3	48,0	47,8	49,3
Rusija	10,8	15,6	17,0	17,4
Ukrajina	11828	13696	14220	16185
Bjelorusija	CIS			
SIE	euro	euro	euro	euro
Italija	euro	euro	euro	euro
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	euro	euro	euro	euro
SAD	1,33	1,34	1,20	1,20

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Rejting

	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	A-	A2	A-
Mađarska	BB	Ba1	BB+
Češka	AA-	A1	A+
Slovačka	A	A2	A+
Slovenija	A-	Ba1	BBB+
Hrvatska	BB	Ba1	BB
Bugarska	BBB-	Baa2	BBB-
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Srbija	BB-	B1	B+
BiH	B	B3	nema ocj.
Albanija	B	B1	nema ocj.
Rusija	BBB-	Baa1	BBB
Ukrajina	CCC	Caa3	CCC
Bjelorusija	B-	B3	nema ocj.
Italija	BBB	Baa2	BBB+
Austrija	AA+	Aaa	AAA
Njemačka	AAA	Aaa	AAA
SAD	AA+	Aaa	AAA

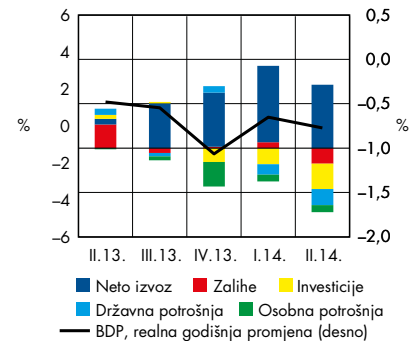
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Još uvijek bez izvora rasta

Objava konačnih podataka o bruto domaćem proizvodu za drugo tromjesečje potvrdila je strahovanja o ponovnom padu gospodarstva. Jedanaesto uzastopno tromjesečje ostvaren je pad realnog BDP-a na godišnjoj razini. Prvi podaci iz realnog sektora u trećem tromjesečju upozoravaju na povećani rizik od daljnjeg smanjivanja BDP-a. Mjere za strukturnu prilagodbu i dalje izostaju, a pozitivna kretanja na strani neto izvoza i rast prerađivačke industrije (potaknuti ponajprije inozemnom potražnjom) polako iščezavaju. Negativan rizik pojačava usporevanje oporavka najvažnijih trgovinskih partnera Hrvatske. Preduvjeti za oporavak gospodarstva i dalje izostaju pa nakon šest godina uzastopne recesije projiciramo stagnaciju tijekom predizborne 2015. Domaća potražnja i dalje je pod nepovoljnim utjecajem slabosti na tržištu rada, nastavka procesa razduživanja i izraženog potrošačkog pesimizma. Uz razmjeno nepovoljno poslovno i investicijsko okruženje, uvelike opterećeno i čestim izmjenama poreznih propisa i administrativnim barijerama, pesimizmom potisnuta potražnja onemogućava oporavak investicija. Potvrđuju to i podaci iz građevinskog sektora koji se nalazi duboko u recesiji, bez izglednog oporavka i u 2015. Nema naznaka ni za rast investicija u javnom sektoru, što je s jedne strane posljedica nepripremljenosti projekata, a s druge kontinuiranih jednokratnih ušteda na stavci kapitalnih rashoda državnog proračuna. Time se umanjuje protuciklični i razvojni potencijal fiskalne politike nauštrb zadržavanja *statusa quo* u razini tekuće potrošnje koja se financira iz sredstava proračuna. S obzirom na ciljeve procedure pri prekomjernom deficitu nameće se potreba jačih strukturnih prilagodbi pa u srednjoročnom razdoblju ne očekujemo doprinos državne potrošnje i investicija rastu BDP-a.

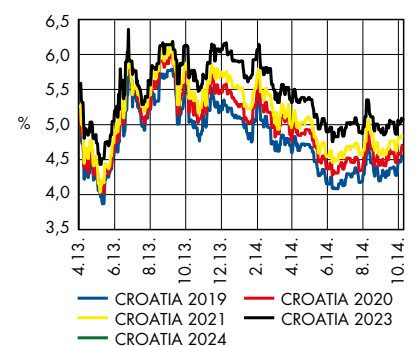
Izostanak fiskalne prilagodbe još uvijek ne sprječava državu u namjeri izlaska na tržišta kapitala. Štoviše, iznimno visoka likvidnost i okruženje niskih kamatnih stopa moglo bi potrajati tijekom cijele 2015. stvarajući privid uspješnog zaduživanja unatoč zadržavanju povišene razine premije rizika u odnosu na usporedive države. Osim toga ESB će prije ili kasnije napustiti mjere ekspanzivne monetarne politike, a posljedični rast troškova zaduživanja pratit će i veća važnost fundamenata u formiranju cijena na tržištima kapitala. Pitanje održivosti javnih financija osobito će doći do izražaja primjenom nove metodologije Eurostata (ESA 2010) budući da bi prema našoj projekciji javni dug mogao dostići 90% BDP-a čak i uz ostvarivanje ciljeva iz procedure pri prekomjernom deficitu. Uzroke za povećanje bilančnih neravnoteža u javnim financijama nalazimo u očekivanom izostanku rasta gospodarstva i nastavku, premda usporenom, ostvarivanja deficita proračuna. S obzirom na visok udio javnog duga denominiranoga u inozemnoj valuti (poglavito eurima) monetarnoj politici preostaje tek ostati dosljedna u očuvanju stabilnosti tečaja kune u odnosu na euro. Zasad joj uvelike pogoduju kretanja na platnoj bilanci Republike Hrvatske, koja se uslijed smanjene potrošnje stabilizirala oko ravnoteže. Projicirani izostanak inflatornih pritisaka omogućit će središnjoj banci nastavak politike održavanja visoke likvidnosti s ciljem poticanja kreditne aktivnosti. No uslijed dostignutih razina zaduženosti potrošača i poduzeća oporavak kreditne aktivnosti nije izvjestan ni tijekom 2015., što implicira nastavak usporenog procesa razduživanja kreditnih institucija.

Doprinosi rastu BDP-a i realne godišnje promjene



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na hrvatske euroobveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rejting – Republika Hrvatska

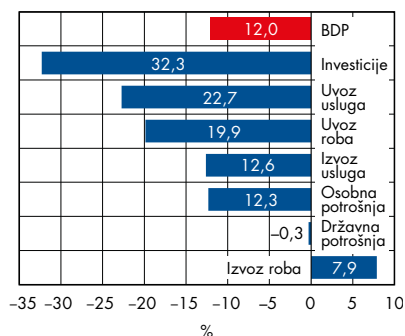
	Dugoročno zaduživanje			
	Strana valuta		Domaća valuta	
	Ocjena	Trend	Ocjena	Trend
Fitch Ratings	BB	Stabilan	BB+	Stabilan
Moody's	Ba1	Negativan	Ba1	Negativan
Standard & Poor's	BB	Stabilan	BB	Stabilan

Izvor: Bloomberg

Konačno na dnu?

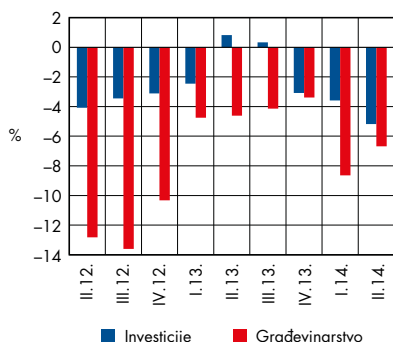
- Nakon šeste godine pada u 2015. stagnacija
- Izvoz predvodnik oporavka
- Bez reformi uz nisku konkurentnost i visoke rizike slabi ekonomski izgledi

BDP i sastavnice kumulativno, 2008. – 2013., realna promjena



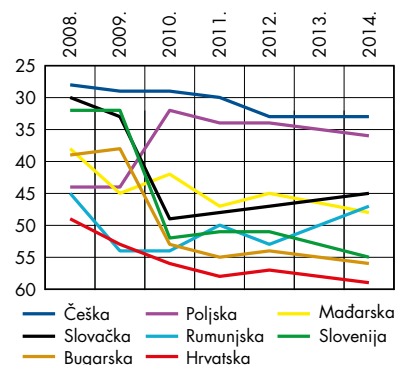
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Godišnje realne stope rasta investicija i građevinarstva



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Konkurentnost Hrvatske i usporednih zemalja prema IMD-u



Izvor: IMD World Competitiveness Yearbook 2014

Nakon pada gospodarstva u drugom tromjesečju (-0,3% na tromjesečnoj te -0,8% na godišnjoj razini) uslijed nastavka kontrakcije domaće potražnje, prvi indikatori iz realnog sektora upućuju na nastavak nepovoljnih trendova. Ljetni mjeseci zaustavili su polagan oporavak industrijske proizvodnje, a turistička potrošnja te sezonska poboljšanja na tržištu rada nisu uspjela zamjetnije utjecati na porast prometa u trgovini na malo. Štoviše, ona u realnim iznosima gotovo da stagnira na 20% nižim razinama u odnosu na pretkriznu 2008. zorno odražavajući nisku razinu potrošačkog optimizma uz istodobni nastavak polaganog razduživanja sektora stanovništva. Uz nisku razinu poslovnog optimizma, razmjerno visoku zaduženost te nepoticažno poslovno okruženje privatne investicije izostaju i tijekom trećeg tromjesečja. Osim nastavka pada u djelatnosti građevinarstva primjetan je i pad uvoza kapitalnih dobara. Državna potrošnja u realnim iznosima polagano nastavlja prilagodbu pritisnuta obvezama iz procedure pri prekomjernom deficitu. Kretanja u posljednjem tromjesečju neće bitnije promijeniti sliku hrvatskog gospodarstva, osim što će uz potrebu snažnijeg pada državne potrošnje doći ponovno do izražaja strukturni problemi na tržištu rada. Pojačano brisanje osoba iz evidencije HZZ-a tijekom prethodnih mjeseci neće riješiti problem niske zaposlenosti i aktivnosti, čije se stope nalaze na najnižim europskim razinama (oko 50%). Visoka stopa nezaposlenosti, osobito među mlađim dobnim skupinama (približno 50%) uz ubrzano starenje stanovništva predstavlja srednjoročno do dugoročno ozbiljan negativan rizik. S obzirom na projiciranu stagnaciju gospodarstva u 2015. ne očekujemo bitnija poboljšanja ni tijekom 2015. Štoviše, radna snaga mogla bi se nastaviti smanjivati.

Početak oporavka i dalje je uvelike ograničen izostankom domaće potražnje. Osobna potrošnja ni nakon najavljenog rasterećenja dohotka ne bi trebala rasti budući da kao i kod korporativnog sektora uz visoku zaduženost prečeste promjene poreznih zakona stvaraju neizvjesnost potičući stanovništvo na akumulaciju štednje i otplatu dugova. Državna potrošnja unatoč predizbornoj godini bit će prisiljena na daljnju prilagodbu davno nastalim okolnostima, ali i na jače strukturne prilagodbe. Investicije su zakočene dubokom recesijom u građevinarstvu, iscrpljenošću realnog sektora, niskim kapacitetom povlačenja sredstava iz EU fondova te pesimizmom. Ipak, projiciramo vrlo blag oporavak uslijed učinka baznog razdoblja, realizacije sporadičnih projekata te činjenice da javne investicije obično uzimaju zamah u predizbornoj godini. Upravo tu vidimo najveći pozitivni, ali i negativni rizik u smislu ostvarenja očekivane stagnacije gospodarstva. Naposljetku, neto izvoz roba i usluga trebao bi nastaviti s rastom ublažavajući nepovoljna kretanja. Projiciramo snažniji rast izvoza roba i usluga od uvoza unatoč nastavku pada na međunarodnoj ljestvici konkurentnosti. Potencijalni oporavak naših glavnih vanjskotrgovinskih partnera i orijentacija domaćih poduzeća na inozemna tržišta trebali bi jačati robni izvoz. Blag poticaj mogao bi doći od očekivanog slabljenja domaće prema većini valuta iz košarice za izračun efektivnih tečajeva. Važnost robnog izvoza ogleda se i u činjenici da je jedino ta sastavnica BDP-a, unatoč svim ograničenjima, uspjela nadmašiti vrijednost iz pretkrizne 2008. S druge strane izvoz usluga nakon snažnog pada u 2009. nastaviti će rasti i sedmu godinu zaredom, ali po skromnim stopama.

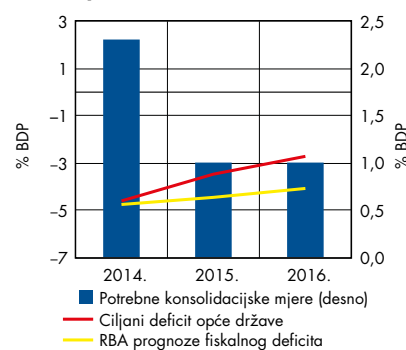
Rebalans rebalansa

- Pad prihoda od PDV-a uz rigidnu strukturu proračunskih rashoda
- Izostanak strukturnih mjera fiskalne politike
- Najavljene nove izmjene u poreznom sustavu

Nakon izostanka odlučnoga konsolidacijskog zamaha u domaćoj fiskalnoj politici, u sljedećem razdoblju očekujemo pozitivan utjecaj procedure pri prekomjernom deficitu (EDP). Drugi rebalans državnog proračuna za ovu godinu bit će pod budnim okom Europske komisije. Dosadašnja praksa proračunskih rebalansa pred sam kraj fiskalne godine pokazala je da su kao takvi dominantno bili tehničke naravi bez stvarnih strukturnih promjena na rashodnoj strani proračuna. Premda u ovom trenutku još uvijek nisu poznate varijable iz idućeg proračunskog rebalansa, najave također idu u smjeru nezadiranja u socijalna prava, plaće i mirovine korisnika. Ako se i ovog puta ponovi loša praksa linearnog smanjenja materijalnih rashoda te rashoda za kapitalne projekte, a da se pritom ne krene u racionalizaciju neproaktivnih javnih rashoda, automatski se stvara loša baza i za izradu proračuna za 2015. godinu.

Posljednji podaci Ministarstva financija o izvršenju proračuna konsolidirane središnje države za prvih osam mjeseci pokazuju dva ključna trenda koja dovode u pitanje ciljanu razinu proračunskog manjka (4,6% BDP-a). To se prije svega odnosi na slabo prikupljeni prihod od PDV-a (koji čini preko 64% ukupnih poreznih prihoda), a koji je ostvaren na razini 0,5% nižoj nego u istom razdoblju lani. Jednim je dijelom posljedica negativnog učinka baznog razdoblja (zbog drugačijeg načina obračuna nakon ulaska u EU), no dugotrajna recesija obilježena padom osobne potrošnje predstavlja i dalje najveći rizik ostvarenja tog prihoda. Očekujemo stoga Vladinu korekciju stagnantne stope gospodarskog rasta od 0% za ovu i 1,2% za iduću godinu, s obzirom na to da se na toj osnovi temelje projekcije budućih prihoda. Djelomičnu kompenzaciju za podbačaj na prihodima od PDV-a možemo vidjeti u prihodima od trošarina (koje čine preko 20% ukupnih poreza), a zabilježili su godišnji rast od 13,7%. Takvo ostvarenje također je rezultat baznog učinka s obzirom na to da je u ožujku provedena prilagodba (povećanje) trošarina na duhanske proizvode te trošarina na energente u skladu sa standardima EU-a te se produženi fiskalni učinak očekuje i u sljedećoj godini. S druge strane, važno je naglasiti da je država u prvih osam mjeseci postigla značajan fiskalni rezultat u prikupljenim prihodima od doprinosa, što je u prvom redu posljedica administrativno povećane stope obveznog doprinosa za zdravstveno osiguranje s prijašnjih 13% na 15%. Stoga ne iznenađuje godišnji rast tih prihoda za 16,1% te njihov visok udio u ukupnim prihodima (36,7%). Ta fiskalno izdašna mjera polučit će i dodatni fiskalni učinak u idućoj godini, premda istodobno ima i izrazito negativni efekt na veću cijenu rada u Hrvatskoj, zbog čega je dodatno smanjena konkurentnost domaće radne snage. Također, od 1. travnja omogućava se osiguranicima (čija su prava uređena posebnim propisima) prebacivanje sredstava s osobnog računa iz II. u I. mirovinski stup te je fiskalni učinak uplata tih doprinosa na razini cijele godine procijenjen na iznos od 400 mil. kuna, a dodatno će biti uvećan i za jednokratne mjere prebacivanja sredstava akumuliranih u II. stupu kod takvih osiguranika (2,8 mlrd. kuna). Od budućih zahvata na prihodovnoj strani proračuna svakako treba istaknuti efekte najavljenih poreznih izmjena. Za ovu godinu Vlada je predložila niz izmjena u oporezivanju dohotka, od kojih su najznačajnije: povećanje osobnog odbitka s 2.200 kuna na 2.600 kuna te pomicanje porezne stope od 40% na neto plaće

EDP uvjeti



Izvori: Ministarstvo financija, Raiffeisen istraživanja

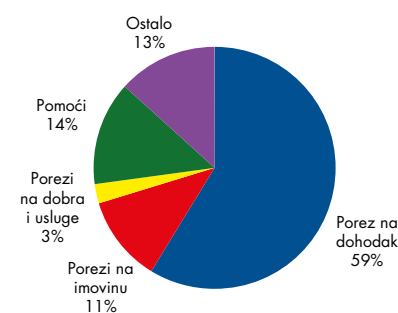
Ostvarenje proračuna konsolidirane središnje države

razdoblje: 1.–8. mj., u mlrd. kn

	2014.	2013.	14./13.
Prihodi	77,6	72,5	7,1%
porezi	40,8	40,9	-0,1%
socijalni doprinosi	28,5	24,5	16,1%
pomoći	1,6	0,9	69,4%
ostalo	6,8	6,2	9,5%
Rashodi poslovanja	84,4	84,0	0,6%
naknade zaposlenima	20,2	20,6	-1,7%
socijalne naknade	38,1	39,8	-4,2%
subvencije	4,2	4,3	-2,8%
kamate	7,2	6,7	8,7%
pomoći	4,8	2,7	76,3%
ostalo	9,9	9,9	-0,1%
Neto nefinancijska imovina	1,6	2,1	-22,7%
Ukupni manjak	-8,4	-13,5	-37,8%

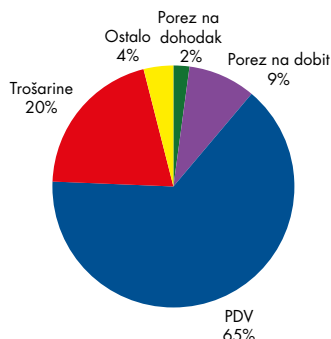
Izvor: Ministarstvo financija

Prihodi lokalne države I.–VI. 2014.



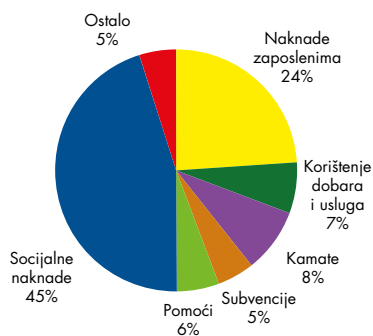
Izvori: Ministarstvo financija, Raiffeisen istraživanja

Porezni prihodi konsolidirane središnje države, I.–VIII. 2014.



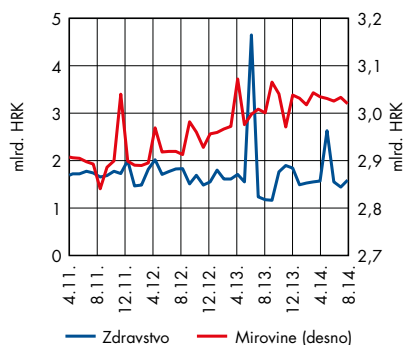
Izvori: Ministarstvo financija, Raiffeisen istraživanja

Rashodi konsolidirane središnje države, I.–VIII. 2014.



Izvori: Ministarstvo financija, Raiffeisen istraživanja

Izdaci za mirovine i zdravstvo I.–VIII. 2014.



Izvori: Ministarstvo financija, Raiffeisen istraživanja

veće od 13.200 kuna. Namjera poreznih izmjena bila je povećati neto raspoloživi dohodak stanovništva kako bi se oslobodila veća kupovna moć građana, a time i veća osobna potrošnja. Naše su pretpostavke da će stanovništvo svoje buduće veće neto plaće ponajprije iskoristiti za pokrivanje dospjelih troškova te da opća gospodarska situacija nije takva da bi generirala veću osobnu potrošnju. Nadalje, nije jasno na koji će način država kompenzirati gubitak poreznih prihoda (koje procjenjujemo na razini od oko 2 mlrd. kuna), posebice u uvjetima kada se od Hrvatske traži ispunjenje konvergencijskih kriterija. Posebno naglašen otpor takvom prijedlogu poreznih izmjena očekujemo od lokalnih jedinica s obzirom na to da u strukturi svojih ukupnih prihoda gotovo 60% ostvaruju upravo na osnovi prikupljenog poreza na dohodak. Eventualno kompenzacijsko podizanje stopa prireza moglo bi polučiti brojne negativne efekte, uz osnovnu primjedbu o (pre)učestalim promjenama u poreznom sustavu. Naime, već je za slijedeću fiskalnu godinu najavljeno uvođenje poreza na prihode od kamata na štednju i to u iznosu od 12% (s projiciranim neto učinkom od oko 300 mil. kuna godišnje), a u 2016. godini Vlada je predvidjela i uvođenje vrijednosnog poreza na nekretnine. S obzirom na nezavidnu dinamiku u sređivanju imovinsko-pravnih odnosa te činjenicu da se donekle radi o političkom pitanju, držimo da je u kratkom roku provođenje tog zakona upitno.

Pogled na rashode konsolidiranog proračuna središnje države u prvih osam mjeseci upućuje na njihovu rigidnu strukturu, u kojoj dominiraju socijalne naknade čineći 45,2% ukupnih proračunskih rashoda. Premda se uočavaju određeni pozitivni pomaci u upravljanju javnim rashodima (ponajprije uvođenje jedinstvenog novčanog centra za socijalne naknade te centralnog obračuna plaća), u strukturi proračunskih rashoda i dalje dominiraju neproduktivni rashodi, od kojih posebno naglašavamo izdatke za kamate. U prvih osam mjeseci ostvareni su u iznosu od visokih 7,2 mlrd. kuna (godišnji rast od 8,7%) te jasno upozoravaju na potrebu stabilizacije javnog duga. Rashodi za kamate će rasti i u 2015. godini te bi mogli dosegnuti razinu od 13 mlrd. kuna ili gotovo 4% BDP-a. Osim toga, planiranih sredstava za izvanredne i nepredviđene događaje (poput elementarnih nepogoda kao što su poplave, suše i sl.) očito nije bilo u dosadašnjim fiskalnim rezervacijama, stoga će i takvi rashodi odigrati nezanemarljivu ulogu u povećanju državnog manjka (procijenjeno na razini od oko 500 – 600 mil. kuna).

Predstoji uobičajena burna jesen, kada Vlada treba sastaviti rebalans rebalansa, no ovog puta pod okriljem EDP-a bit će mjerljiva sva fiskalna odstupanja. S obzirom na to da nisu najavljivane izmjene koje bi upućivale na racionalizaciju državne uprave tj. smanjenje javne administracije te uzimajući u obzir visinu ostvarenog proračunskog manjka, naša su očekivanja da će fiskalni deficit do kraja godine dosegnuti 15,7 mlrd. kuna ili 4,8% procijenjenog BDP-a. Treba uzeti u obzir i činjenicu da u posljednjoj etapi političkog mandata dosad nije bilo svojstveno kretanje u ozbiljnije reformske i strukturne zahvate, stoga je upitno ostvarenje zadanih ciljeva postavljenih u okvirima EDP-a u razdoblju do 2016. godine, posebice iz razloga što je i dalje prisutan rizik odgađanja strukturnih fiskalnih reformi.

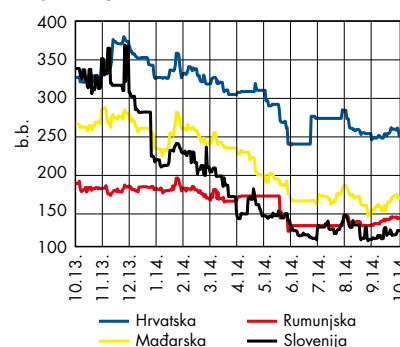
Pad prinosa diljem tržišta

- Povoljni uvjeti zaduživanja na međunarodnim tržištima
- Domaće izdanje do kraja godine, euroobvezničko početkom 2015.
- Visoke potrebe za (re)financiranjem

Unatoč izostanku inflatornih pritiska i prigušenom oporavku u državama eurozone, Europska središnja banka iznenadila je tržište ponovnim spuštanjem referentne kamatne stope na sastanku u prvoj polovini rujna. S ciljem omogućavanja produljenog razdoblja nižih troškova financiranja i pokušaja da kroz transmisijski mehanizam monetarne politike potakne oporavak realnog sektora, ESB je najavio i primjenu nekonvencionalnih mjera monetarne politike. Core tržišta te periferija eurozone reagirali su nastavkom pada prinosa, a pozitivan sentiment prelio se i na tržišta obveznica država srednje i istočne Europe. Trend pada prinosa nisu bitnije poljuljali ni porasli geopolitički rizici, a kretanja su nešto usporenijom dinamikom slijedila i hrvatska euroobveznička izdanja. Premija rizika na hrvatske euroobveznice najduljih dospeljeća spustila se ispod 280 b.b, a hrvatski petogodišnji CDS u dolarima kretao se dominantno u rasponu od 240 do 270 b.b. Razlike u *spreadovima* usporedivih država regije jasno odražavaju fundamentalne razlike i rizike među državama naglašavajući slabosti Hrvatske te ujedno upozoravajući da bi u slučaju pojačane volatilnosti i rasta nesklonosti riziku premija na hrvatska izdanja snažnije reagirala porastom. Oglada se to i u kreditnom rejtingu koji se i prema rejtingovskoj agenciji Fitch od početka kolovoza spustio na dva stupnja ispod investicijske razine (s BB+ na BB sa stabilnim izgledima).

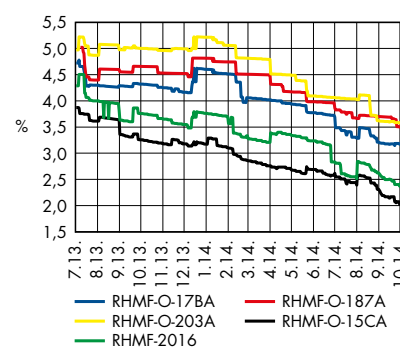
Na domaćem tržištu obveznica tijekom trećeg tromjesečja najveći promet ostvaren je s kratkim kunkskim izdanjima s dospeljećem u prosincu 2015. i srpnju 2016., koja su tromjesečje zaključila s prinosom nižim za 50 b.b. Od izdanja uz valutnu klauzulu fokus je bio na najduljem dospeljeću, koje je ojačalo 20 b.b. *Spreadovi* prema *benchmark* krivuljama nisu zabilježili veliku promjenu i kroz cijelo tromjesečje bili su unutar raspona od 20 b.b. Kako ovo ljeto nije bilo izdanja na domaćem tržištu, aktivnost sekundarnog tržišta bila je znatno niža. Zbog politike Europske središnje banke prinosi hrvatskih i regionalnih obveznica trebali bi se zadržavati na niskim razinama i sljedećih tromjesečja podržani visokom likvidnošću i potragom za nešto većim povratom u usporedbi s trenutačnim prinosima država eurozone. U takvim uvjetima i Ministarstvo financija moglo bi iskoristiti priliku za predfinanciranje barem dijela obveza iz 2015., što je i predviđeno u računu financiranja za 2014. Naime, već na početku godine dospeljeva 750 mil. eura vrijedno euroobvezničko izdanje. Međutim prema informacijama iz Ministarstva financija podbačaj proračunskog plana odnosno veći tekući deficit uz siječanjско dospeljeće trebao bi se zatvoriti bankovnim kreditima i izdanjem obveznica na domaćem tržištu. Iako izostaju (službeni) detalji o mogućim izdanjima, očekuje se korekcija cijena uz pojačan pritisak prodaje dugoročnih obveznica uz valutnu klauzulu. Kunske obveznice s dospeljećem dužim od tri godine i dalje su u interesu ulagača uslijed izostanka ponude, dok će se promet kratkog kraja kunkskih obveznica vjerojatno smanjiti. Izdanje na inozemnim tržištima kapitala zasad se odgađa za prvo tromjesečje 2015. U pogledu preostalih dospeljeća tijekom ljeta 2015. na naplatu dospeljeva valutno desetogodišnje izdanje u vrijednosti 350 mil. eura, dok sam kraj godine donosi potrebu za zatvaranjem kunske obveznice u iznosu od 5,5 mlrd. kuna. Ukupne potrebe za financiranjem države tijekom 2015. projiciramo na razini 22% BDP-a. Izuzmemo li obveze

5-godišnji USD CDS



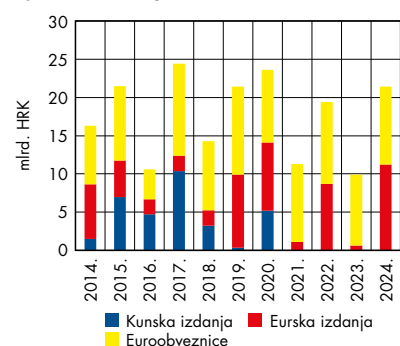
Izvor: Bloomberg

Prinosi na kunska izdanja državnih obveznica



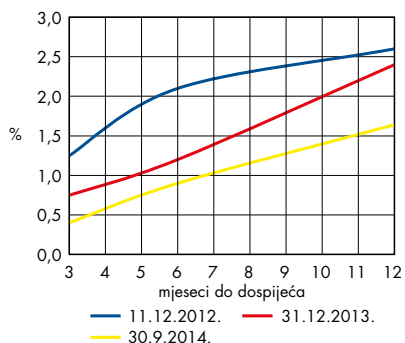
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dospeljeća državnih obveznica (glavnica i kupon)



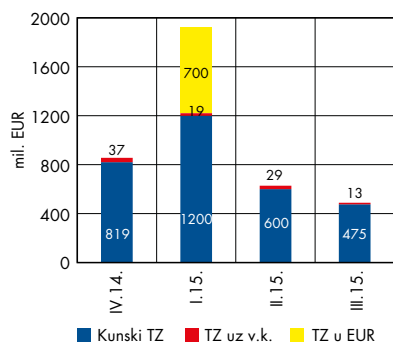
Izvori: MF, Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na trezorske zapise (HRK)



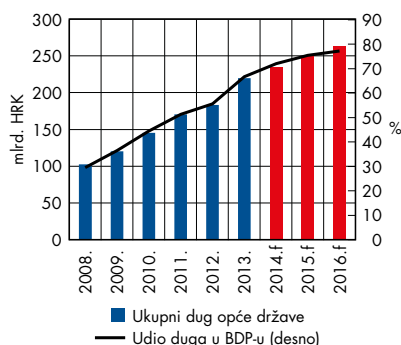
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca trezorskih zapisa



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Dug opće države



Izvori: HNB, MF, Raiffeisen istraživanja

po izdanim trezorskim zapisima, a uključujući devizni trezorski zapis izdan u kolovozu 2013. u vrijednosti 700 mil. eura, ukupne potrebe države za (re)financiranjem u 2015. premašuju 5,7 mlrd. eura.

U uvjetima visoke likvidnosti u financijskom sustavu, uz permanentni nedostatak investicijskih alternativa te pad dugoročnih prinosa, prinosi na trezorske zapise Ministarstva financija spustili su se na povijesno najniže razine, što je državi omogućilo izrazito povoljno kratkoročno financiranje. Jednogodišnji kunski prinos spustio se ispod 1,5%. Uz to primjetno je preusmjeravanje kratkoročnog duga po izdanim trezorskim zapisima vezanima uz euro u čiste kunske vrijednosnice. Kratkoročan dug po izdanim trezorskim zapisima na kraju trećeg tromjesečja iznosio je 29,8 mlrd. kuna, odnosno oko 9% procijenjenog BDP-a za 2014. te oko 12,5% procijenjenog duga opće države za 2014. S obzirom na očekivani nastavak dobre kunske likvidnosti i smanjenu potražnju za kreditima, predviđamo da će i tijekom 2015. država nastaviti zadržati postojeći dug po izdanim kunskim trezorskim zapisima. Eurski trezorski zapis razmjerno visokog iznosa od 700 mil. eura mogao bi biti podmiren spomenutim izdajem euroobveznice, čime bi se osim poboljšanja ročne strukture javnog duga pojačavao pritisak na upis trezorskih zapisa uz niske prinose.

Time bi se ponovno popravila ročna struktura i produljilo razmjerno povoljno prosječno preostalo dospelje ukupnog javnog duga (koji se od 2008. održava na razini iznad četiri godine). Naime, udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu ostaje na razmjerno malim razinama, oko 15%, što je zamjetno niža razina od referentne razine za usporediva tržišta, koja premašuje 40%. Pojačana aktivnost na inozemnim tržištima za posljedicu će imati rast inozemne komponente javnog duga te izravni rast ionako visoke valutne izloženosti inozemnoj valuti, dominantno euru (preko 70%). Na kraju lipnja, iako nešto usporenijom dinamikom, javni dug iznosio je 224,6 mlrd. kuna ili 68,4% BDP-a. Prema sadašnjoj metodologiji (ESA95) uz projicirani pad gospodarstva od 0,8% očekujemo da bi javni dug krajem 2014. mogao dosegnuti 72% BDP-a. Već jesenska promjena metodologije obuhvata duga opće države (u skladu s novom metodologijom Eurostata, ESA 2010) mogla bi značajno i statistički utjecati na snažan rast javnog duga i njegov udio u BDP-u s obzirom na to da će u obuhvat biti uključeni i HAC i ACRZ s popriličnim obvezama. Konačne podatke znat ćemo u drugoj polovini listopada te u skladu s navedenim izraditi novu procjenu javnog duga.

Naposlijetku, od kraja prošle godine prisutno je kontinuirano godišnje smanjenje izdanih državnih jamstava, koja su krajem lipnja iznosila 51 mlrd. kuna (uključujući i jamstva dana HBOR-u), što je gotovo 5% manje u usporedbi s prosincem 2013. godine. Naime, Zakonom o izvršavanju državnog proračuna RH za 2014. godinu utvrđeno je da godišnja vrijednost novih financijskih jamstava za 2014. iznosi 5 mlrd. kuna, od čega se 3 mlrd. kuna odnosi na izvanproračunske korisnike državnog proračuna. Namjera tog zakona bila je obuzdavanje rasta jamstava danih nerentabilnim poduzećima, koja su se uobičajeno aktivirala na teret državnog proračuna. Međutim rizik od protestiranja danih jamstava i dalje postoji osobito zbog sporosti restrukturiranja u javnim poduzećima (osobito u sektoru prometa).

Nastavak deflatornih kretanja

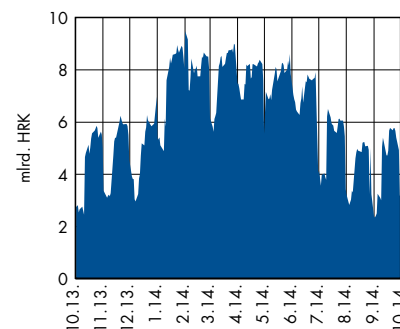
- Nenarušena likvidnost i okruženje niskih kamatnih stopa
- Novo oslobađanje likvidnosti od strane središnje banke
- Slaba domaća potražnja glavna podrška deflatornim kretanjima

Treće tromjesečje donijelo je nastavak ekspanzivne monetarne politike kojom je središnja banka nastavila podržavati visoku razinu likvidnosti u sustavu akumuliranu u prijašnjim godinama. Štoviše, početkom listopada ukinuto je 100-postotno izdvajanje deviznog dijela obvezne pričuve obračunate na devizna sredstva primljena od nerezidenata i pravnih osoba u posebnom odnosu s bankom. Na toj osnovi na posebnom računu kod središnje banke bilo je izdvojeno 610 mil. kuna.

Ljetni mjeseci, tijekom kojih uobičajeno dolazi do odljeva likvidnosti izvan banka kao posljedica pojačane potražnje za kunama, nisu donijeli bitnije pomake. Naime, izostanak izlaska države na tržišta kapitala kroz izdanje obveznice, a koji je zabilježen prethodnih godina, bio je dodatan čimbenik zadržavanja prosječne dnevne likvidnosti na razinama iznad 4,5 mlrd. kuna. Takva kretanja omogućila su zadržavanje kunskih kamatnih stopa pri povijesno najnižim razinama. Štoviše, uslijed tehnički uvjetovanih razloga odnosno upotrebe nove konvencije koja se odnosi na kotacije depozitnih kamatnih stopa na domaćem međubankarskom tržištu prekonoćni ZIBOR spustio se sredinom srpnja na povijesno najnižih 0,23%. U posljednjem tromjesečju, ali i tijekom 2015. ne očekujemo promjenu smjera monetarne politike. Ona će i dalje podržavati visoku likvidnost ne bi li osiguranjem niskih kamatnih stopa utjecala na oživljavanje kreditne i gospodarske aktivnosti. S obzirom na visoku stabilnost tečaja, izostanak inflatornih pritisaka te projiciranu stagnaciju gospodarstva visoka likvidnost sustava ne bi trebala biti narušena. Posljedično kunske kamatne stope ostat će na minimalnim razinama do kraja ove i cijelu 2015., dok će središnja država zadržavanje kratkoročnog duga po izdanim trezorskim zapisima moći realizirati po iznimno povoljnim uvjetima.

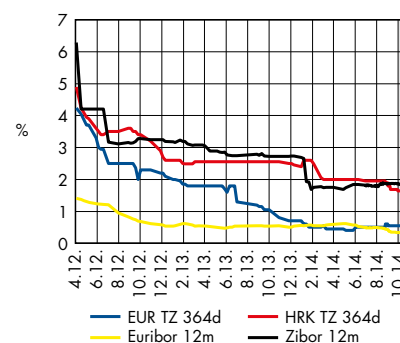
Iako su tijekom ljetnih mjeseci oslabjela i privremeno zaustavljena negativna kretanja na tržištu rada (uslijed prije svega sezonskog zapošljavanja), domaća potražnja ostala je i dalje slaba i nedovoljna da bi potaknula jačanje inflatornih pritisaka. Izostali su i poticaji sa svjetskih (robnih) tržišta, a ni podizanje posebnih poreza (trošarina) nije se prelilo na ostale sastavnice potrošačke košarice. Stoga su se i u trećem tromjesečju nastavila deflatorna kretanja na godišnjoj razini, koja kontinuirano traju od veljače ove godine. Pritom je najznačajniji doprinos padu cijena na godišnjoj razini došao od pada cijena prehrane, koje u strukturi potrošačke košarice čine gotovo 30%. Naime, kao i prethodnih godina dominantan utjecaj na kretanje stope inflacije dolazi od cijena prehrane i energije. Isključimo li i iz indeksa potrošačkih cijena cijene energije i prehrane, temeljna godišnja stopa inflacije, osim veljače ove godine, bilježi kontinuirani rast na godišnjoj razini. Posljednje tromjesečje ne bi trebalo donijeti bitnije promjene u stopi inflacije, pa bi u 2014. indeks potrošačkih cijena trebao na godišnjoj razini zabilježiti stagnaciju ili blagi pad. Inflatorni pritisci bi i u 2015. trebali ostati razmjerno prigušeni uslijed slabe domaće potražnje te izostanka poticaja s inozemnih tržišta. Ipak, uz učinak baznog razdoblja, moguće administrativne (porezne) izmjene te očekivani blagi porast cijena energije godišnja prosječna stopa inflacije bit će na višim razinama u usporedbi s ovom godinom.

Dnevni višak likvidnosti



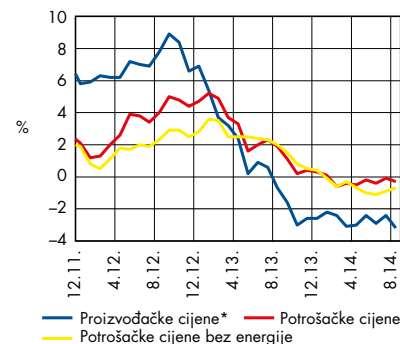
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Kamatne stope



Izvori: reuters.hr, HNB, MF

Inflacija, godišnja promjena



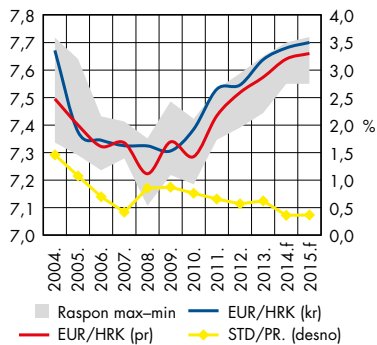
* na domaćem tržištu

Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Izostanak jačanja kune, polagani rast EUR/HRK

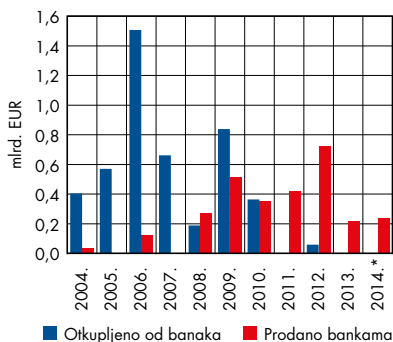
- Izostanak sezonskih pritisaka na jačanje kune
- Polagani rast tečaja se nastavlja
- Visoki rizici prevelike deprecijacije

EUR/HRK



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Devizne intervencije HNB-a



* do 10.9.2014.

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prognoza tečaja

	2014.f	2015.f
EUR/HRK, pr	7,64	7,66
EUR/HRK, kr	7,68	7,70
USD/HRK, pr	5,70	6,38
USD/HRK, kr	6,10	6,70
CHF/HRK, pr	6,25	6,28
CHF/HRK, kr	6,35	6,31

Izvor: Raiffeisen istraživanja

Glavna turistička sezona nije donijela uobičajeni sezonski pritisak na jačanje kune u odnosu na euro unatoč priljevu deviza od turizma i odljevu gotovog novca izvan banaka. Štoviše, uz izuzetak prve polovice srpnja tržišni tečaj EUR/HRK nije se spuštao ispod 7,60 kuna za euro. Posljedica je to pojačane potražnje za devizama pravnih osoba povezane s povećanim obujmom dospjelih terminkih ugovora zaključenih s bankama tijekom proljetnih mjeseci. Gornja granica trgovanja valutnim parom EUR/HRK bila je 7,658 kuna za euro, dok je volatilnost ostala na minimalnim razinama. Stoga nije bilo potrebe za deviznim intervencijama Hrvatske narodne banke. Srednji tečaj na tečajnici HNB-a u razdoblju srpanj–rujan premašio je 7,615 kuna za euro, što je najviša razina ikad zabilježena tijekom trećeg tromjesečja u godini.

Početak jeseni uz završetak turističke sezone uobičajeno donosi lagane deprecijacijske pritiske na domaću valutu. Polagani rast tečaja projiciramo do kraja godine, pri čemu uzlazni smjer kretanja tečaja opravdanje pronalazi i u izostanku oporavka gospodarstva odnosno smanjenoj potražnji za kunama i bitno smanjenom priljevu deviza. S obzirom na iznimno nisku volatilnost EUR/HRK, a koju očekujemo i do kraja godine, središnja banka ne bi trebala imati potrebu za deviznim intervencijama. Stoga bismo 2014. godinu mogli zaključiti s jednom deviznom intervencijom održanom još krajem siječnja 2014.

S obzirom na to da ni u 2015. ne očekujemo značajnije promjene ni u gospodarstvu ni na tržištu, tečaj EUR/HRK bi uz nisku volatilnost trebao nastaviti kliziti prema višim razinama. Izostanak oporavka gospodarstva, fiskalni rizici, pojačane rezervacije banaka te uobičajena potražnja za devizama od strane korporativnog sektora čimbenici su koji će i tijekom sljedeće godine podržavati slabljenje kune u odnosu na euro. Pritom bi sezonska kretanja tečaja trebala kao i u ovoj godini biti manje izražena. Odmak je moguć u slučaju priljeva deviza na osnovi zaduživanja (javnih) poduzeća ili priljeva na osnovi najavljenih privatizacija i/ili koncesija autocesta.

Uobičajeno pozicioniranje tržišnih sudionika pred moguću izlazak na inozemna tržišta kapitala održavat će se kroz lagane pritiske na rast tečaja uslijed potražnje za devizama od strane domaćih institucionalnih investitora. S druge strane priljev deviza od zaduženja uobičajeno se deponira na račun HNB-a, čime se kroz rast međunarodnih pričuva osnažuje i pozicija središnje banke u možebitnoj potrebi za obranom domaće valute. Aktivnosti države na domaćem tržištu kapitala ili izravno zaduživanje države kod financijskih institucija uobičajeno prati jačanje domaće valute. Središnja banka i dalje će ostati dosljedna politici održavanja stabilnosti tečaja, pri čemu bi joj uvelike pomoglo osnaživanje hrvatskog izvoza (te priljev deviza na toj osnovi). Dosljednost u politici stabilnosti ne iznenađuje s obzirom na visoku euroiziranost gospodarstva i visoke negativne rizike snažnijeg slabljenja kune prema euro. Naime, udio kredita u/ili vezanih uz stranu valutu iznosi 74%, dok je udio deviznih depozita u najšire definiranom agregatu (M4) iznad 55%. Negativni rizici deprecijacije prisutni su i u 75-postotnom udjelu javnog duga denominiranom u stranoj valuti, dominantno euro.

Pozitivan doprinos turističke predsezone

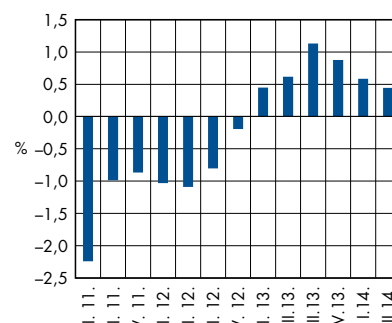
- Veći deficit tekućeg računa platne bilance u drugom tromjesečju
- Prihodi od turizma ostvareni na razinama predrecesijske 2008. godine
- Rast bruto inozemnog duga potaknut većim zaduživanjem države

Deficit na tekućem računu bilance plaćanja u drugom tromjesečju iznosio je 313,2 mil. eura, što je 24,6% više u odnosu na isto razdoblje lani. Promatrano kumulativno tijekom posljednja četiri tromjesečja, udio salda tekućih transakcija u BDP-u nastavlja bilježiti suficit šesto uzastopno izvještajno razdoblje (0,4%). Višak na tekućem računu koji datira od 2013. ipak ne predstavlja rezultat strukturnih poboljšanja, već je posljedica dugotrajne recesije koja je uzrokovala značajnu kontrakciju tijekom roba, usluga i kapitala. Negativan doprinos kretanjima na tekućem računu ponajprije je došao s podračuna dohotka i tekućih transfera, dok je pozitivan utjecaj stigao s računa roba i usluga. Tako je u drugom tromjesečju zabilježen manjak na računu dohotka u iznosu od 435 mil. eura (godišnji rast od 36%), čime je blago usporeno smanjenje manjka na računu faktorskih dohodaka koje je obilježilo cijelu proteklu godinu, a prije svega je posljedica pada profitabilnosti domaćih poduzeća u vlasništvu nerezidenata. Zamjetno niži suficit na računu tekućih transfera (pad od 53%), osim učinka baznog razdoblja zbog uplata u proračun EU-a odražava i manje priljeve radničkih doznaka iz inozemstva. Smanjenje manjka na računu roba i usluga potaknuto je pozitivnim ostvarenjima u predturističkoj sezoni, ali i bitno snažnijim rastom izvoza roba od uvoza (12,2% prema 2,1%).

Uz očekivano jačanje izvoza mogao bi se nastaviti trend snažnijeg rasta prihoda od rashoda roba i usluga do kraja 2014., pozitivno pridonoseći ostvarenju suficita na tekućem računu i drugu godinu zaredom. Nepovoljan utjecaj i dalje će dolaziti s računa tekućih transfera te mogućeg povećanja manjka na računu dohotka. Slična kretanja obilježiti će i 2015. s obzirom na to da je uvoz prigušen slabom domaćom potražnjom, izvoz uvelike ovisan o inozemnoj potražnji, dobit poduzeća smanjena, a uplate u proračun EU-a će se nastaviti.

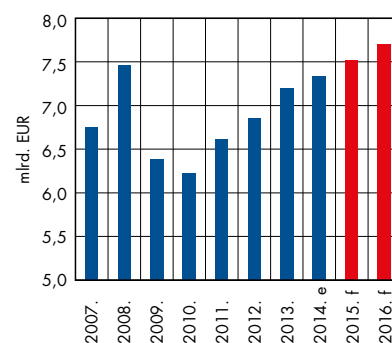
U uvjetima prolongirane recesije zamijećena su i nepovoljna kretanja u strukturi bruto inozemnog duga, koji je krajem lipnja iznosio 46 mlrd. kuna ili 106,3% BDP-a (0,7% veći u odnosu na kraj 2013.). Razduživanje kreditnih institucija te nefinancijskih javnih poduzeća djelovalo je u smjeru usporavanja dinamike rasta vanjskog duga u prvoj polovini godine u odnosu na 2013. Dvogodišnji trend razduživanja kreditnih institucija posljedično je smanjio njihov udio u strukturi ukupnog inozemnog duga na razinu od 18,6%, kakva nije zabilježena od veljače 2002. Oslabljena potražnja trgovačkih društava za kreditima te smanjenje investicija (posebice u javnim nefinancijskim trgovačkim društvima) očituje se u godišnjem padu i te komponente duga, koja je zadržala najveći udio u ukupnom dugu od 41%. S druge strane, inozemni dug državnog sektora krajem lipnja dosegao je 10,7 mlrd. eura čineći tako 23,3% ukupnog inozemnog duga, što je najviša razina od veljače 2006. Kao odgovor na loše gospodarske prilike očekujemo nastavak razduživanja sektora trgovačkih društava i kreditnih institucija ali i nova zaduženja države na obilno likvidnom međunarodnom tržištu. S obzirom na očekivani gospodarski pad, udio inozemnog duga krajem 2014. mogao bi se zadržati na razini iznad 106%, dok do kraja 2015. očekujemo blago smanjenje udjela inozemnog duga u BDP-u, za oko 0,3 p.b.

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



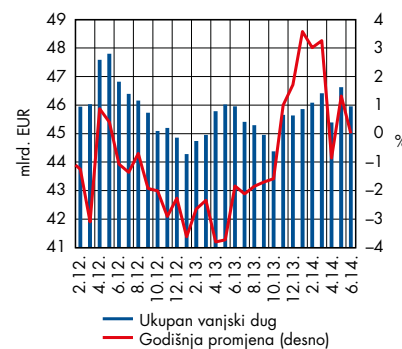
Izvor: HNB

Prihodi od putovanja iz bilance plaćanja



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Ukupan vanjski dug

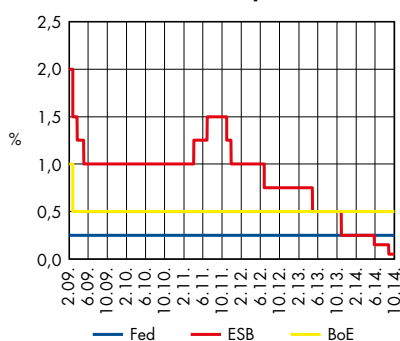


Izvor: HNB

ESB – nove mjere ekspanzivne politike

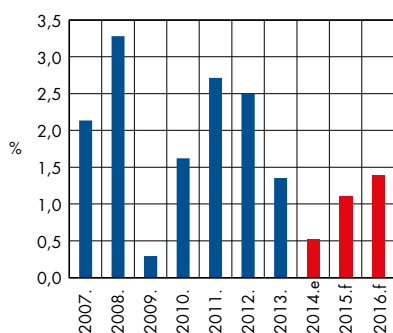
- ESB planira proširiti bilancu na oko 2.700 mlrd. eura
- EUR/USD ispod 1,27 dolara za euro
- Moguće podizanje kamatnih stopa Feda već na proljeće

Referentne kamatne stope



Izvor: Bloomberg

Prosječna godišnja stopa inflacije u eurozoni



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kamatnih stopa

SAD	Trenutačno*	12.14.	6.15.
Referentna kamatna stopa	0,25	0,25	1,00
Libor 3M	0,23	0,45	1,20
2-god. prinos	0,46	0,70	1,70
10-god. prinos	2,34	2,60	3,50
Eurozona			
Referentna kamatna stopa	0,05	0,05	0,05
Euribor 3M	0,08	0,10	0,10
2-god. prinos	-0,05	-0,10	0,00
10-god. prinos	0,91	1,00	1,40
Swaprata 5-god.	0,44	0,45	0,90

* 10. listopada 2014.

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

I u trećem tromjesečju ESB je nastavio s daljnjom relaksacijom monetarne politike potaknut slabim oporavkom gospodarstva eurozone i izostankom inflatornih pritisa. Referentna kamatna stopa spuštana je za 10 baznih bodova, s prijašnjih 0,15% na nove povijesno niske razine od 0,05%, granična kamatna stopa spuštana je s 0,4 na 0,3%, a kamatna stopa na prekonoćne depozite s -0,1 na -0,2%. Usvojene su i dodatne nekonvencionalne mjere pomoći gospodarstvu, kao što je otkup imovinom osiguranih vrijednosnica (*Asset-Backed Securities – ABS*) s kojim treba započeti do kraja 2014. godine i obveznica koje emitiraju financijske institucije (*covered bonds*), čiji će otkup započeti već krajem listopada. Nove mjere nadopunit će već uvedene mjere u lipnju, kao što je mjera ciljanog dugoročnog refinanciranja (TLTRO). Posljedično ESB će proširiti bilancu na 2.700 mlrd. eura.

I dok posljednje odluke ESB-a o smanjenju referentnih kamatnih stopa možemo promatrati kao kozmetički korak ekspanzivne monetarne politike s manjim utjecajem na kamatne stope i prinose, nekonvencionalne mjere kupnje imovinom osiguranih vrijednosnica i obveznica koje emitiraju financijske institucije možemo smatrati kvantitativnom monetarnom ekspanzijom (QE) s konačnim ciljem poticanja kreditne aktivnosti prema privatnom sektoru. Nadalje, izvjesno je da je ESB spreman na proširivanje QE stimulativnog programa u slučaju nastavka lošijih pokazatelja iz gospodarstva te eventualnog nastavka deflacijskih kretanja. Nimalo iznenađujuće kamatne stope na tržištu novca spustile su se na nove povijesne minimume i izgledno je da će tamo i ostati do kraja ove i tijekom cijele 2015. Nove mjere ESB-a srušile su EUR/USD prvi put nakon srpnja prošle godine ispod 1,27 dolara za euro, dok je EUR/CHF dosegnuo najnižu razinu od studenoga 2012. godine (1,2045). Donesene mjere su i trebale oslabiti euro s obzirom na to da je tržišni tečaj eura prema važnijim svjetskim valutama postao bitan instrument za utjecaj na inflacijska kretanja (deprecijacija eura trebala bi pogurati stopu inflacije prema višim razinama, ali i dati pozitivan poticaj izvozu i oporavku eurozone).

U međuvremenu Fed je nastavio s izlaznom strategijom smanjujući otkup državnih obveznica, ali u iščekivanju stabilnog oporavka na tržištu rada nije mijenjao referentni kamatnjak (0,25%). Unatoč solidnom oporavku SAD-a i padu stope nezaposlenosti ispod 6%, Fed podizanje kamatnih stopa još uvijek ne planira prije lipnja 2015. Naime za takvu odluku želi vidjeti značajnije pomake na tržištu rada, odnosno pad stope dugoročno nezaposlenih (duže od 27 tjedna) sa sadašnjih 35%, te rast plaća. Dugoročna nezaposlenost bi nakon početka oporavka gospodarstva trebala zabilježili ubrzan pad jer ako se dugoročna nezaposlenost duže zadrži na višoj razini, može prijeći u strukturnu nezaposlenost, što predstavlja ozbiljniji problem s obzirom na to da se mjerama monetarne politike može utjecati jedino na cikličku nezaposlenost. Unatoč navedenome smatramo izglednim da će se Fed za prvo povećanje referentne kamatne stope odlučiti već na proljeće iduće godine. Očekivanja temeljimo na činjenici da se stopa nezaposlenosti u SAD-u približila prirodnoj stopi od 5,5% te da prijeti pregrijavanje gospodarstva, pritisak na rast plaća, a time i snažniji inflatorni pritisci.

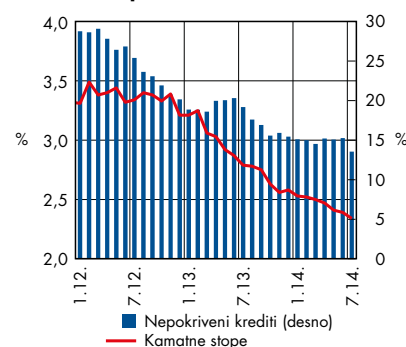
Izražene slabosti na strani potražnje za kreditima

- Tendencija smanjivanja kamatnih stopa banaka se nastavlja
- Povećava se pokrivenost kredita depozitima
- Nastavak rasta neprihodujućih kredita

Ostvareni rezultati poslovanja banaka u prvom polugodištu na razini su prosjeka iz razdoblja od 2010. do 2012. godine. Naime, nakon pada u prošloj godini na razinu od 0,9% prosječan prinos na vlasnički kapital bankarskog sektora trebao bi se ove godine izjednačiti s prinosom na kunsku obveznicu Republike Hrvatske s najdužim rokom dospijeća. Iako su u razdoblju recesije gospodarstva ostvareni rezultati poslovanja bankarskog sektora u Hrvatskoj bili pozitivni, prosječan povrat na uloženi vlasnički kapital nije prelazio razinu ostvarenog prinosa na dugoročni državni dug. No bankarski sektor u Hrvatskoj visoko je kapitaliziran s najvišim koeficijentom adekvatnosti kapitala među tranzicijskim zemljama Europe. Višak kapitala iznad propisanog minimuma omogućava bankama održavanje stabilnosti poslovanja u uvjetima rasta neprihodujućih kredita (NPK). Na kraju prvog polugodišta udio NPK u ukupnim kreditima dosegnuo je 16,6%, a u segmentu poduzeća približio se razini od 30%. Očekujemo da će udio NPK nastaviti rasti dok god se ne poveća potražnja za kreditima. Naime, smanjenje ukupnih kredita banaka uslijed veće otplate kredita od isplate novih kredita vodi k povećanju udjela kredita koji se ne otplaćuju u ukupnim. Taj proces starenja kreditnog portfelja izražen je već drugu godinu zaredom, koliko traje i razdoblje pada ukupnih plasmana banaka.

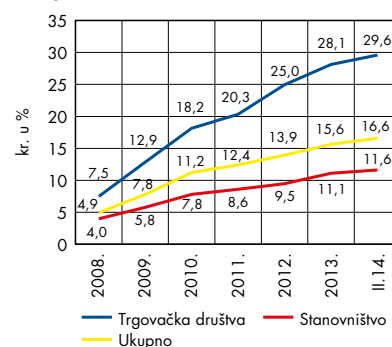
Za razliku od negativnih procesa na strani kredita, štednja u bankama polagano raste, iako stopa rasta štednje ne prelazi razinu kapitalizacije obračunate kamate. No u uvjetima pada ukupnih kredita čak i minimalno povećanje štednje omogućava bankama smanjivanje sekundarnih izvora financiranja, kod kojih dominiraju pozajmice od vlasnički povezanih inozemnih financijskih institucija. Očekujemo da će se proces razduživanja prema vlasnicima nastaviti i u drugom polugodištu. Nedostatna potražnja za kreditima dodatno će biti oslabljena zbog porasta direktnog kreditiranja poduzeća iz europskih banaka, koje su preplavljene jeftinim izvorima novca od ekspanzionističkih mjera monetarne politike ESB-a. S druge strane očekujemo nastavak rasta štednje u bankama jer se prinosi iz alternativnih financijskih ulaganja smanjuju pod pritiskom viška likvidnosti na tržištu. Prinosi na državne obveznice padaju unatoč povećanoj rizičnosti ulaganja u dugoročni državni dug izraženoj u izgledima za smanjenje investicijskog rejtinga. Visoka je i nesigurnost povrata od ulaganja u vlasničke vrijednosnice poduzeća koja posluju na tržištu pogođenom produženom recesijom. Stoga se viškovi kapitala na tržištu usmjeravaju prema depozitima u bankama. Time se povećava pokrivenost kredita depozitima i ujedno jača pritisak na smanjenje kamatnih stopa na depozite. Očekujemo da će se proces smanjivanja kamatnih stopa na oročene depozite ubrzati u drugom polugodištu. Time će se pasivne kamatne stope banaka usklađivati s prosječnim razinama prinosa na štednju u eurozoni.

Kamatne stope na novougovorene oročene depozite stanovništva



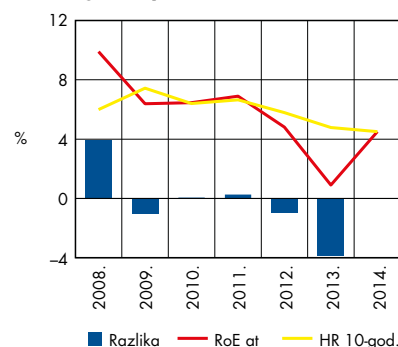
Izvor: HNB

Udio problematičnih kredita u ukupnim (NPL ratio)



Izvor: HNB

Razlika prinosa na vlasnički kapital u bankarskom sektoru i prinosa na desetogodišnju kunsku obveznicu RH

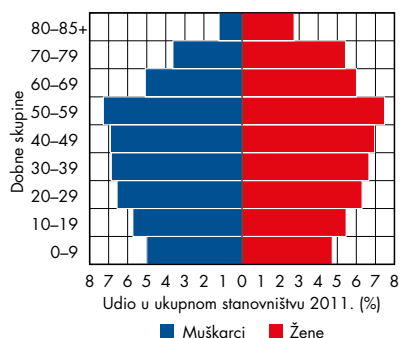


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Mirovinski sustav pod pritiskom nepovoljnih čimbenika

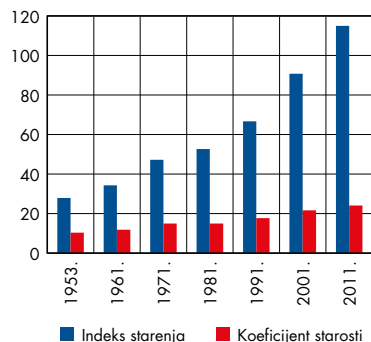
- Sve izraženiji mirovinski deficit
- Izrazito nepovoljna demografska kretanja
- Potreba unaprjeđenja kapitalizirane mirovinske štednje

Ukupno stanovništvo prema dobnim skupinama



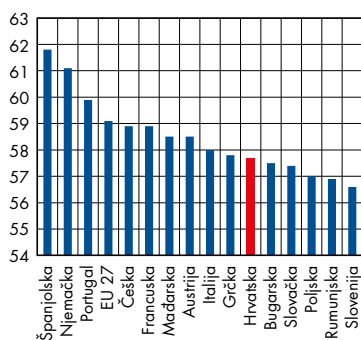
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Pokazatelji starenja stanovništva



Izvor: DZS

Prosječne godine starosti za odlazak u starosnu mirovinu



Izvor: DZS

Nakon 2002. godine, kada je Hrvatska uvodeći drugi i treći stup mirovinske štednje započela jedan od najznačajnijih reformskih pomaka od svoje samostalnosti, danas (12 godina kasnije) u politici upravljanja mirovinskim sustavom javljaju se potpuno oprečne ideje, a neke od njih već su i realizirane. Naime, kao i u mnogim drugim posttranzicijskim zemljama središnje i istočne Europe, mirovinski sustav nailazi na ozbiljne probleme s vlastitom neodrživošću. Uzroci bi se mogli razvrstati u tri osnovne kategorije. Prva se odnosi na iznimno loše trendove u **demografskim kretanjima**. Depopulacija stanovništva u Hrvatskoj započela je 90-ih godina prošlog stoljeća, a obilježena je negativnim prirodnim prirastom te sve manjim ukupnim brojem stanovnika. Posljednji podaci DZS-a pokazuju da je u razdoblju od 2009. do 2013. godine Hrvatska zabilježila negativan migracijski saldo s naglaskom na rekordnom broju odseljenih u inozemstvo, koji je u 2013. premašio sve dosad zabilježene razine. Osim toga, zadnji popis stanovništva iz 2011. godine pokazuje da Hrvatska kontinuirano bilježi povećanje prosječne starosti stanovništva te povećanje očekivanog životnog vijeka. Razdoblje nakon Domovinskog rata dodatno je naglasilo ionako već prisutne demografske probleme prirodnog prirasta, visokih stopa mortaliteta te niskog nataliteta. Nakon ulaska Hrvatske u EU očekujemo dodatna pogoršanja u trendovima migracijskog salda, s fenomenom "odljeva mozgova", čime će se pojačati odljev uglavnom mlađeg (radno sposobnog) stanovništva.

Drugi važan uzrok neodrživih financijskih kretanja u mirovinskom sustavu dolazi iz domene **gospodarskih kretanja**. Jedan od ključnih čimbenika koji utječe na nestabilnost mirovinskog sustava jest visoka nezaposlenost odnosno niski udio zaposlenih u stanovništvu u radnoj dobi. U razdoblju tranzicije vrlo često se problem nezaposlenosti rješavao ranim umirovljenjima, čime se godinama stvarao pritisak na mirovinski sustav. Prema posljednjim podacima u ovoj godini samo je 12,8% umirovljenika imalo mirovinski staž od 40 ili više godina, dok je invalidskih mirovina preko 20%, što jasno govori o golemim problemima u sustavu. Na tom planu vrijedi spomenuti novi Zakon o mirovinskom osiguranju, koji je stupio na snagu 1. siječnja 2014., a odnosi se na poboljšanje sustava penalizacije prijevremenog umirovljenja te "nagrađivanja" što kasnijeg odlaska u mirovinu. U tijeku je i harmonizacija dobi odlaska u mirovinu, čime se potiče dulje zadržavanje u svijetu rada.

Navedeni demografski problemi kao i nepoželjna struktura korisnika mirovina upućuju na sadašnje i buduće probleme mirovinskog sustava vezane uz financiranje mirovine vlastitim izvornim (namjenskim) primanjima iz tekućih doprinosa, što je dovelo do financijske neravnoteže mirovinskog sustava. Šest recesijskih godina značajno je produbilo problematiku mirovina, koja se istovremeno suočava i s tranzicijskim troškom nakon uvođenja II. mirovinskog stupa. Sve veća negativna razlika između uplaćenih doprinosa za mirovinsko osiguranje i ukupnih rashoda za isplatu mirovina jedan je od najznačajnijih uzročnika fiskalnog deficita, koji predstavlja gorući problem u upravljanju javnim financijama.

Iako se nakon uvođenja II. i III. mirovinskog stupa u međuvremenu nisu dogodile

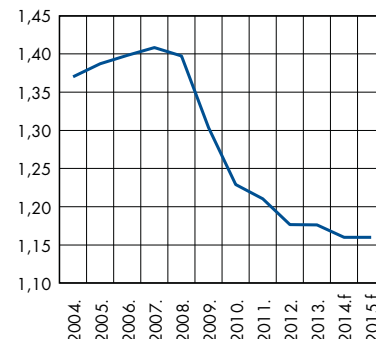
le promjene u smjeru većih izdvajanja u kapitalizirani sustav štednje, a pritom je dugogodišnjom recesijom i negativnim kretanjima na tržištu rada značajno oslabljen javni fiskalni kapacitet za isplatu tekućih mirovina, Vlada se odlučila na jednokratne mjere smanjenja fiskalnog manjka uzrokovanog povećanim rashodima za mirovine. Primorana predložiti paket mjera za smanjenje deficita proračuna opće države u trogodišnjem razdoblju na razinu ispod 3% BDP-a, Vlada je na zahtjeve iz EDP-a odgovorila s nizom "konsolidacijskih" mjera koje su izvedene na prihodovnoj strani proračuna. Tako se razdvajanjem dobrovoljnog od obveznog kapitaliziranog sustava omogućio izlazak članova obveznih mirovinskih fondova koji mirovine ostvaruju po posebnim propisima i prijenos njihovih sredstava u državni proračun, čime se predviđa jednokratni prihod od 2,8 mlrd. kuna u 2014. godini te 2 mlrd. kuna u 2015. Nakon te izmjene, za navedene osigurane osobe očekuju se dodatni prihodi od oko 400 mil. kuna godišnje, počevši od ove godine.

Uistinu, takva mjera jest polučila iznimno značajan fiskalni učinak i time utjecala na smanjenje tekućeg deficita (čime se prividno približavamo zadovoljenju kriterija iz Maastrichta), no njezin jednokratni učinak na smanjenje fiskalnog manjka mogao bi donijeti izuzetno nepoželjne posljedice u budućnosti. Možda potaknuti sličnim rješenjima u bližem okruženju (Mađarska i Poljska), ideje o zamrzavanju, reduciranju i/ili ukidanju II. mirovinskog stupa u cilju pokrivanja proračunskog deficita donijele bi višestruke negativne posljedice promatramo li dinamički u srednjoročnom razdoblju. Tranzicijski trošak koji bi se pokrивao eventualnim priljevom sredstava iz II. u I. mirovinski stup (drugim riječima nacionalizacijom mirovinskih fondova) u dugom roku značio bi povećanje mirovinskog duga i viših izdataka za mirovine u budućnosti (a pritom bi se stvorio kratkoročni privid rješenja). Preuzimanjem sredstava iz kapitaliziranog stupa mirovinske štednje isplaćivale bi se sadašnje mirovine, no država time preuzima buduću obvezu za zaposlenike koji su uplaćivali u II. stup. Osim toga, pozitivna uloga u razvoju financijskog tržišta u Hrvatskoj pripada upravo djelovanju mirovinskih fondova koji su (osim svojim solidnim prinosima) bili ujedno i glavni financijski partner države.

Računica je jasna: s obzirom na izrazito nepovoljno demografsko kretanje s opadajućim natalitetom te smanjenje broja radno aktivnih stanovnika, izvjesno je da će se izdaci za buduće mirovine povećavati. Utoliko držimo da je, s aspekta budućih umirovljenika, nužno postaviti pitanje kako više izdvajati u II. i III. mirovinski stup, a pritom tekuće deficite pokušati financirati sredstvima koja bi se oslobodila racionalizacijom neproaktivnih javnih rashoda koji godinama ne pokazuju promjene u svojoj strukturi.

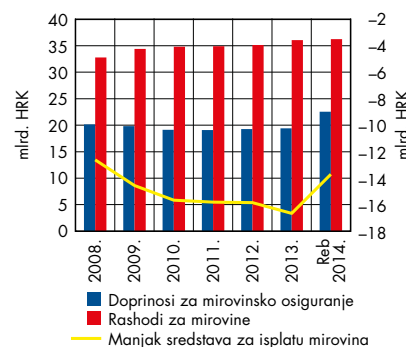
Stoga svako političko promišljanje u smjeru zadiranja u osobnu štednju na računima mirovinskih fondova teško može naći racionalno opravdanje, ako znamo da se modeli mirovinskog sustava kroje upravo na dugi rok. Mnogo duži od jednog političkog mandata.

Omjer broja osiguranika i umirovljenika



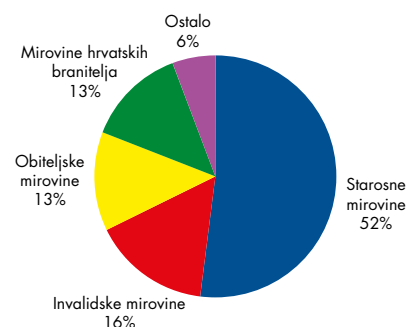
Izvori: HZMO, Raiffeisen istraživanja

Prihodi i rashodi mirovinskog sustava



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Planirani rashodi za mirovine u 2014.

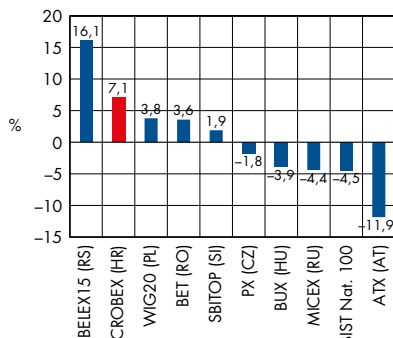


Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Rast optimizma kratkog vijeka

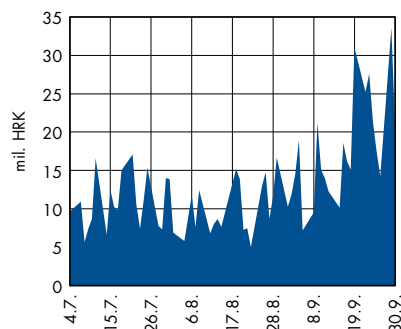
- **Dionički indeksi u regiji pod utjecajem mjera ESB-a i situacije u Ukrajini**
- **CROBEX ostvario rast od 7,1%, ali nakon isteka tromjesečja uslijedila korekcija**
- **Tržišna kapitalizacija dionica uvrštenih na Zagrebačkoj burzi iznosila je 137 mlrd. kuna te je porasla za 11,6 mlrd. kuna (+ 9,3%) u odnosu na lipanj**

Regionalni indeksi – prinosi u 3. tr. 2014.



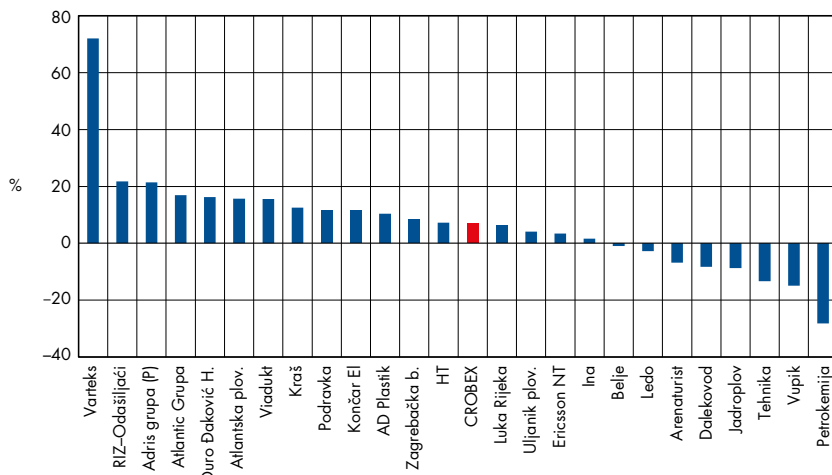
Napomena: U lokalnoj valuti na datum 30.9.2014.
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Redovni promet u 3. tr. 2014.



Izvor: Zagrebačka burza

Povrati sastavnica CROBEX-a u 3. tr. 2014. (dividende nisu uključene)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Regionalni povrati. U proteklom tromjesečju dionički indeksi u regiji SIE su se, prije pronalaženja prave mjere rizika za rusko-ukrajinsku situaciju, izmjenično kretali od veće do manje averzije prema riziku. Trenutni prekid sukoba donio je značajan oporavak dioničkih indeksa, a doprinos oporavku došao je i od labavljenja monetarne politike od strane ESB-a. Pojava novih geopolitičkih žarišta (Sirija i Irak) te nagovještaj usporavanja rasta gospodarstava eurozone aktualni su elementi koji utječu na kretanje dioničkih tržišta u regiji i šire. Usto, podizanje razine kamatnih stopa od strane Fed-a nije upitno, jedino je neizvjesno kada će se poticajne mjere monetarne politike početi ukidati. Uz prijetnju prelijevanja usporavanja rasta eurozone, otvara se prostor za daljnju odgodu zaokreta u Fedovim mjerama, ali i nastavak visoke volatilnosti na dioničkim tržištima općenito. Od indeksa u regiji rastom je u proteklom razdoblju predvodio srpski indeks BELEX15 nošen dvoznamenkastim rastom većine sastavnica te je po rastu od početka godine (18,5%) odmah iza slovenskog indeksa SBITOP, koji je od početka godine porastao za 27,8%. Dionički indeksi Zagrebačke burze, CROBEX i CROBEX10 porasli su za 7,1% odnosno 7,4% tijekom trećeg tromjesečja te ostvarili rast od 6,9% i 9,6% od početka godine. Dvoznamenkasti rast imali su sektorski indeksi CROBEXtransport i CROBEXindustrija, a porast vrijednosti ostvarili su svi sektorski indeksi. Tržišna kapitalizacija svih dionica na burzi porasla je za 9,3% tijekom promatranog razdoblja.

Trgovanje dionicama na Zagrebačkoj burzi. U trećem tromjesečju na Zagrebačkoj burzi zabilježen je značajan rast prometa dionicama na kraju razdoblja. Tako je u rujnu ostvareno 67,6% više redovnog prometa dionicama u odnosu na isti mjesec 2013., a ukupno na razini tromjesečja porast redovnog prometa iznio je 34,6% u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Međutim, promatrano po volumenima, intenzitet trgovanja bio je manji za 1,8% na godišnjoj razini, što dovodi do zaključka da su prometi porasli na krilima rasta cijena dionica i fokusa na dionice s većom jediničnom cijenom u odnosu na Q3 2013. Prosječni

dnevni promet dionicama iznosio je 14,9 mil. kuna te je viši za 5,7% nego u trećem tromjesečju 2013. Po ostvarenom prometu najlikvidnije su bile dionice Hrvatskog Telekom-a i Valamar A.H. Od sastavnica CROBEX-a tijekom razdoblja najviše su porasle dionice Varteksa (+72%), koje su u indeks uvrštene na kraju razdoblja. Od 25 dionica sastavnica CROBEX-a njih čak 11 imalo je dvoznamenkasti rast, među kojima su od likvidnijih izdanja predvodile povlaštene dionice Adris grupe i dionice Atlantic Grupe.

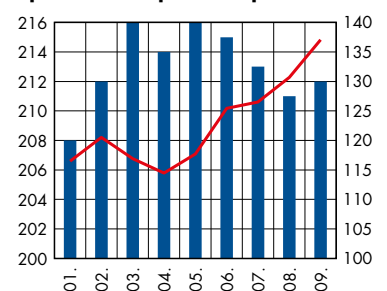
Regionalna tržišta unutar veće slike

- U sljedećih 12 mjeseci očekujemo rast svih dioničkih indeksa u regiji od 6 do 7%
- Regionalni indeksi po P/E omjeru ne zaostaju mnogo za američkim i zapadnoeuropskim indeksima
- U 2015. očekujemo rast zarada sastavnica indeksa CROBEX10 od 1,6%

Vrednovanje tržišta i očekivanja. Nakon korekcije dioničkih indeksa kako u regiji tako i šire na početku zadnjeg tromjesečja 2014., u razdoblju do kraja godine ipak očekujemo nešto povoljniji zaokret te skroman rast, pod uvjetom da se održe očekivanja kakvog-takvog rasta gospodarstava eurozone i da se tenzije na relaciji Rusija – Zapad ne pogoršaju. Pritom smatramo da je najbolje pozicioniran rumunjski indeks BET, koji je najmanje izložen ruskom tržištu, a za rumunjsko gospodarstvo očekuje se i solidan rast. Unatoč očekivanom padu zarada sastavnica tog indeksa od gotovo 3% u 2014., oporavak rezultata očekujemo već u sljedećoj godini, a dugoročna očekivana stopa rasta iznosi 6,8%. Suprotno tome, sastavnice češkog indeksa PX imaju očekivani rast dobiti od gotovo 33% u 2014., ali tek skroman rast u 2015. Naime, više od polovine tog indeksa sastoji se od dionica iz financijskog sektora, a unatoč nekim najavama o smanjenju očekivane dobiti u tom sektoru, od stres testova ESB-a ne očekuju se negativna iznenađenja. Prema omjeru P/E većina dioničkih indeksa blizu je razina američkih i zapadnoeuropskih pokazatelja, pa s te osnove ne vidimo prostor za značajniji rast vrijednosti, a za sljedećih godinu dana očekujemo rast regionalnih indeksa u rasponu od 6% do 7%.

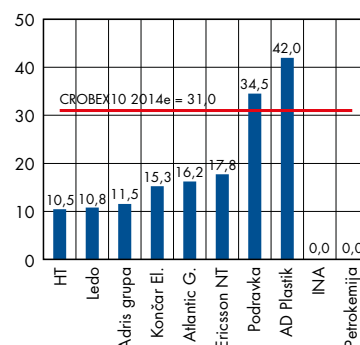
S obzirom na to da je začuđujući rujanski rast cijena dionica na Zagrebačkoj burzi poništen u prvom dijelu listopada, a prometi su se vratili na uobičajeno niske razine ispod 10 mil. kuna dnevno, ne očekujemo ponovno okretanje trenda u tekućem tromjesečju. Također, i dalje nejasni izgledi za izlazak domaćega gospodarstva iz krize u kombinaciji s usporavanjem rasta gospodarstava eurozone i u sljedećem razdoblju bit će izazov za naše dioničko tržište. S druge strane, određenu živost na tržište bi mogle donijeti vijesti o spajanjima i preuzimanjima, barem onima s lokalnim sudionicima jer se značajnije transakcije izvan regije mogu očekivati tek s poboljšanjem investicijske klime i glavnih ekonomskih indikatora. Za sljedećih 12 mjeseci očekujemo skroman rast indeksa CROBEX10 do 5% zbog visoke očekivane P/E multiple (30,5x u 2015.), koja je i najviša među promatranim regionalnim indeksima, te procijenjene dugoročne stope rasta zarada sastavnica indeksa od svega 2,1%, koja je limitirana dominacijom sastavnica sa slabim potencijalom rasta te relativno niskim očekivanim prinosom od dividendi (2,1% za 2014.). U 2014. očekujemo pad zarada sastavnica indeksa CROBEX10 od 26%, dok za 2015. očekujemo rast od 1,6%. U prvom polugodištu agregirani pad dobiti sastavnica tog indeksa iznosio je oko 29% ako se promatra na istovjetnoj razini (*like for like*). Ostaje za vidjeti kako će se nastaviti započeti proces prodaje manjinskih državnih udjela te hoće li to imati utjecaj na dioničko tržište u cjelini.

Broj i tržišna kapitalizacija dionica



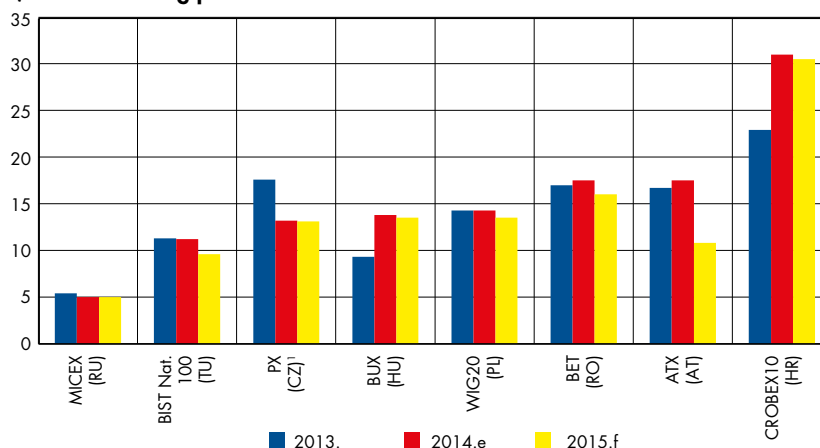
■ Broj dionica (lijevo)
 — Tržišna kapitalizacija dionica na burzi (mlrd. HRK)
 Napomena: U lokalnoj valuti na zadnji dan razdoblja
 Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

P/E omjeri CROBEX10 sastavnica



Napomene: Za dobit korišteni podaci u zadnjih 12 mjeseci zaključno s 30.6.2014.; cijene na 30.9.2014.
 Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

P/E indeksa u regiji



¹ PX bez Tatry Mountain Resorts, Orco Property Group i Stock Spirits Group
 Izvori: Thomson Reuters, IBES, Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Raiffeisen istraživanja

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Samostalna direkcija ekonomskih istraživanja

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

Samostalna direkcija poslova financijskog savjetovanja

Nada Harambašić Nereau, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 870, e-adresa: nada.harambasic-nereau@rba.hr

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

Sektor riznice i investicijskog bankarstva

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

Kratice

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje	Eurostat – Statistički ured Europske unije	mlrd. – milijarda
b.b. – bazni bod	f – prognoza (<i>forecast</i>)	NPK – neprihodujući krediti
BDP – bruto domaći proizvod	Fed – <i>Federal Reserve System</i>	p.b. – postotni bod
BoE – Bank of England	god. – godina	PDV – porez na dodanu vrijednost
CDS – Credit Default Swap	HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvitak	pr – prosjek razdoblja
CHF – švicarski franak	HNB – Hrvatska narodna banka	QE – kvantitativna monetarna ekspanzija
CIS – Zajednica neovisnih država	HRK, kn – kuna	RBA – Raiffeisen Bank
CPI – indeks potrošačkih cijena (<i>Consumer Price Index</i>)	HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje	SAD – Sjedinjene Američke Države
DZS – Državni zavod za statistiku	HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje	SE – Srednja Europa
e – procjena (<i>estimate</i>)	IBES – <i>Institutional Brokers' Estimate System</i>	SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe
EDP – procedura pri prekomjernom deficitu (<i>Excessive Deficit Procedure</i>)	ILO – <i>International Labour Organisation</i>	STD – standardna devijacija
ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa	JIE – zemlje Južne i Istočne Europe	tr. – tromjesečje
ESB – Europska središnja banka	kr – kraj razdoblja	TZ – trezorski zapisi
EU – Europska unija	m, mj. – mjesec	USD – američki dolar
EUR – euro	MF – Ministarstvo financija	v.k. – valutna klauzula
	mil. – milijun	wiiw – <i>Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche</i>

Nakladnik

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

Publikacija je dovršena 10. listopada 2014.

ISSN 1332-9391

OPĆE NAPOMENE

Ovu publikaciju izrađuje i za nju je odgovorna Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb. Ova publikacija ili bilo koji njezin dio ne može se smatrati ponudom ili pozivom na kupnju bilo koje imovine ili prava. Informacije, mišljenja, analize, zaključci, prognoze i projekcije koji se iznose temelje se na javnim statističkim i ostalim informacijama što potječu iz izvora u čiju se potpunost i točnost Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb pouzdaje, ali za koje ne jamči. Utoliko su informacije, mišljenja, zaključci, prognoze i projekcije izneseni u ovoj publikaciji podložni promjenama koje ovise o promjenama izvora informacija, kao i o promjenama koje nastupe od trenutka pisanja teksta do njegova čitanja. Svi vrijednosni papiri i ostale imovine što se spominju u ovom dokumentu mogu biti predmetom zauzimanja pozicije od strane Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb. Sve takve imovine i prava mogu nositi rizik na čiju procjenu stavovi izneseni u ovom dokumentu ne mogu utjecati. Dokument ili njegovi dijelovi ne mogu se kopirati ili na bilo koji drugi način reproducirati bez navođenja izvora.