

# RBAAnalize

broj 53  
travanj 2014.

## Dug put do oporavka

- Recesija se nastavlja, bez oporavka u 2014.
- S&P snizio dugoročni rejting na BB
- Bez strukturnih reformi nema izlaska iz EDP-a
- Visoke potrebe države za (re)financiranjem



**Raiffeisen**  
**ISTRAŽIVANJA**

## Sadržaj

### Pokazatelji

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

### Uvod

Recesija se nastavlja.....	5
----------------------------	---

### Realni sektor

Strukturni problemi i dalje koče oporavak .....	6
---	---

### Fiskalna politika

Rješenje je na rashodnoj strani .....	8
---------------------------------------	---

### Javni dug i tržište duga

Visoke potrebe za zaduživanjem .....	10
--------------------------------------	----

### Monetarna politika i inflacija

Likvidnost sustava neugrožena .....	12
-------------------------------------	----

### Tečaj

Polagani rast EUR/HRK uz nisku volatilnost .....	13
--	----

### Bilanca plaćanja, vanjski dug

Smanjena vanjska ranjivost .....	14
----------------------------------	----

### EU fondovi

EU fondovi – prilika za koju se treba potruditi .....	16
---	----

### Bankovni sektor

Pogoršani uvjeti poslovanja kreditnih institucija.....	17
--	----

### Tržište dionica

Pad likvidnosti i pad cijena dionica .....	18
CROBEX10 najmanje atraktivan .....	19



## Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.e	2014.f	2015.f	2016.f
<b>BDP i proizvodnja</b>										
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	5,1	2,1	-6,9	-2,3	-0,2	-1,9	-1,0	-0,8	1,0	1,2
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	43.390	47.543	44.781	44.441	44.220	43.707	43.342	42.877	44.056	45.626
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	9.775	10.718	10.108	10.045	10.350	10.273	10.163	10.098	10.413	10.822
Trgovina na malo, % promjena, realno	3,6	-1,5	-15,0	-1,9	0,9	-4,2	-0,5	0,2	1,5	2,5
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	4,9	1,2	-9,2	-1,4	-1,2	-5,5	-2,0	0,5	2,0	3,0
<b>Cijene, nezaposlenost i proračun</b>										
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	5,8	2,9	1,9	1,8	2,1	4,7	0,3	1,5	2,0	2,5
%, prosjek	2,9	6,1	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	0,6	2,0	2,2
Proizvođačke cijene, %, kraj razdoblja	5,8	4,7	1,6	5,7	5,8	6,9	-2,6	0,2	2,5	2,5
%, prosjek	3,4	8,3	-0,4	4,3	6,4	7,0	0,5	0,2	2,5	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	18,0	17,5	17,0
Prosječna neto plaća, u HRK, pr	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	-2,5	-1,4	-5,3	-6,4	-7,8	-5,0	-5,8	-5,0	-4,6	-4,1
Javni dug, mlrd. HRK	106,0	102,9	120,4	145,3	170,5	183,3	219,4	230,8	245,8	260,6
Javni dug, % BDP-a	33,3	30,0	36,6	44,9	51,9	55,8	66,8	70,5	72,8	74,7
<b>Bilanca plaćanja i dug</b>										
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	18.271	19.843	16.315	17.715	18.769	19.092	18.736	18.860	19.100	19.523
% promjena	7,7	8,6	-17,8	8,6	6,0	1,7	-1,9	0,7	1,3	2,2
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	21.375	23.622	17.831	17.685	18.715	18.693	18.176	18.286	18.423	18.653
% promjena	9,3	10,5	-24,5	-0,8	5,8	-0,1	-2,8	0,6	0,7	1,2
Tekući račun platne bilance, % BDP-a <sup>1</sup>	-7,3	-8,9	-5,1	-1,1	-0,9	-0,1	1,3	1,2	0,7	-0,4
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	9.307	9.121	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.950	13.000	13.060
Međunarodne pričuve, u mjeseci- ma uvoza roba i usluga, kr <sup>1</sup>	5,2	4,6	7,0	7,2	7,2	7,2	8,5	8,5	8,5	8,4
Izravne inozemne investicije, mil. EUR <sup>2</sup>	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	3,0	3,2	3,3
Inozemni dug, mlrd. EUR	33,7	40,6	45,2	46,5	45,9	44,9	45,6	45,5	45,7	46,0
Inozemni dug, kao % BDP-a <sup>1</sup>	77,7	85,4	101,1	104,7	103,8	102,6	105,3	106,1	103,7	100,8
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga <sup>1</sup>	184,6	204,6	277,3	262,6	244,6	235,0	243,5	241,3	239,3	235,6
<b>Financijski pokazatelji</b>										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,01	5,27	5,10	5,51	5,80	5,72	5,55	5,67	5,91	5,88
pr, USD/HRK	5,35	4,91	5,26	5,49	5,34	5,85	5,71	5,73	5,88	5,88
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	278,3	285,3	295,7
% promjena	18,5	4,7	0,1	3,0	1,6	3,2	2,9	2,5	2,5	3,7
Plasmani, mlrd. HRK, kr	213,2	241,8	241,9	256,5	269,1	258,5	256,6	259,1	264,3	270,5
% promjena	15,3	13,4	0,0	6,1	4,9	-3,9	-0,7	1,0	2,0	2,4
ZIBOR 3m, %, pr	5,7	7,2	8,9	2,4	3,2	3,4	1,5	1,0	1,7	2,7
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	4,2	6,0	7,5	4,0	4,0	4,1	2,5	2,2	2,7	3,3

<sup>1</sup> U eurima. <sup>2</sup> 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 (%)

	2012.	2013.	2014.f	Konsenzus	2015.f	Konsenzus
Poljska	1,9	1,6	3,1	3,0	3,3	3,5
Mađarska	-1,7	1,1	2,0	2,1	2,0	2,1
Češka	-0,9	-0,9	2,3	2,0	2,4	2,4
Slovačka	1,8	0,9	2,2	2,2	3,0	2,9
Slovenija	-2,3	-2,0	-0,5	-0,1	1,5	1,1
<b>SE</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>
Rumunjska	0,6	3,5	2,3	2,8	2,5	3,2
Bugarska	0,6	0,9	2,0	1,7	3,5	2,5
<b>Hrvatska</b>	<b>-1,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-0,8</b>	<b>0,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>
Srbija	-1,5	2,2	1,0	1,3	2,0	2,4
Bosna i Hercegovina	-1,1	1,9	1,5	2,1	3,5	3,1
Albanija	1,6	0,4	2,0	2,0	3,0	2,5
<b>JIE</b>	<b>-0,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>2,7</b>
Rusija	3,4	1,3	1,0	1,2	1,5	2,1
Ukrajina	0,2	0,0	-5,0	-4,0	1,5	1,3
Bjelorusija	1,7	0,9	0,5	1,6	1,5	2,8
<b>CIS</b>	<b>3,1</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>
<b>SIE</b>	<b>2,1</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>
Turska	2,2	3,9	2,0	2,2	4,0	3,6
Austrija	0,9	0,4	1,5	1,5	2,3	1,9
Njemačka	0,9	0,5	1,8	1,8	2,5	2,0
<b>Eurozona</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,5</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>
<b>SAD</b>	<b>2,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

## Potrošačke cijene (% god. promjena)

	2012.	2013.	2014.f	2015.f
Poljska	3,7	0,9	1,2	2,1
Mađarska	5,7	1,7	1,1	3,2
Češka	3,3	1,4	1,3	2,0
Slovačka	3,6	1,4	0,7	2,7
Slovenija	2,6	1,8	1,8	2,0
<b>SE</b>	<b>3,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,3</b>
Rumunjska	3,3	4,0	2,1	3,3
Bugarska	3,0	0,9	2,2	3,5
<b>Hrvatska</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>0,6</b>	<b>2,0</b>
Srbija	7,8	7,8	5,5	5,5
BiH	2,1	-0,1	1,5	2,2
Albanija	2,0	1,9	2,3	2,5
<b>JIE</b>	<b>3,7</b>	<b>3,4</b>	<b>2,2</b>	<b>3,2</b>
Rusija	5,1	6,8	6,1	5,5
Ukrajina	0,6	-0,2	6,0	7,5
Bjelorusija	59,2	18,3	21,0	20,0
<b>CIS</b>	<b>6,3</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>6,1</b>
<b>SIE</b>	<b>5,4</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,8</b>
Turska	8,9	7,5	7,4	7,3
Austrija	2,6	2,1	1,8	1,8
Njemačka	2,1	1,6	1,5	2,0
<b>Eurozona</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>
<b>SAD</b>	<b>2,1</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

## Tekući račun (% BDP-a)

	2012.	2013.	2014.f	2015.f
Poljska	-3,5	-1,3	-2,8	-4,1
Mađarska	1,8	2,8	3,4	4,2
Češka	-2,4	-1,0	-0,5	-0,1
Slovačka	2,3	2,4	2,8	2,6
Slovenija	3,3	7,1	7,0	4,9
<b>SE</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,6</b>	<b>-1,3</b>
Rumunjska	-4,4	-1,1	-2,0	-2,5
Bugarska	-1,3	2,1	0,7	-0,5
<b>Hrvatska</b>	<b>-0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,7</b>
Srbija	-10,7	-4,8	-5,1	-5,8
BiH	-9,8	-5,4	-8,2	-10,2
Albanija	-8,8	-9,1	-9,2	-9,2
<b>JIE</b>	<b>-4,4</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,0</b>
Rusija	3,6	1,6	2,3	2,0
Ukrajina	-8,5	-9,1	-5,9	-4,2
Bjelorusija	-2,9	-9,7	-4,0	-6,1
<b>CIS</b>	<b>2,5</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>
<b>SIE</b>	<b>0,7</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,1</b>
Turska	-6,2	-7,8	-6,7	-5,6
Austrija	1,6	2,6	2,5	2,3
Njemačka	7,4	7,5	7,0	6,5
<b>Eurozona</b>	<b>1,3</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>
<b>SAD</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,6</b>

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

## Saldo konsol. opće države (% BDP-a)

	2012.	2013.	2014.f	2015.f
Poljska	-3,9	-4,1	-3,2	-2,8
Mađarska	-1,9	-2,9	-2,9	-2,9
Češka	-4,4	-2,5	-2,7	-2,9
Slovačka	-4,4	-2,8	-2,6	-2,4
Slovenija	-3,8	-7,0	-5,0	-4,0
<b>SE</b>	<b>-3,8</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,9</b>
Rumunjska	-3,0	-2,5	-2,5	-2,3
Bugarska	-0,5	-1,8	-1,8	-1,3
<b>Hrvatska</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>-4,6</b>
Srbija	-6,4	-4,8	-6,9	-5,9
BiH	-2,0	-1,5	-1,0	-1,0
Albanija	-3,4	-6,0	-6,6	-4,5
<b>JIE</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>-3,3</b>	<b>-2,9</b>
Rusija	0,4	-1,0	-0,5	-0,6
Ukrajina	-5,5	-7,0	-4,0	-3,0
Bjelorusija	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>CIS</b>	<b>-0,1</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>
<b>SIE</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,6</b>	<b>-1,6</b>
Turska	-2,1	-1,2	-2,5	-2,0
Austrija	-2,5	-1,6	-2,6	-0,9
Njemačka	0,1	-0,1	0,0	0,0
<b>Eurozona</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,5</b>
<b>SAD</b>	<b>-7,0</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,6</b>

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

## Javni dug (% BDP-a)

	2012.	2013.	2014.f	2015.f
Poljska	55,6	57,1	49,9	49,8
Mađarska	80,2	79,2	81,6	80,9
Češka	46,2	46,3	47,3	48,3
Slovačka	52,2	54,8	56,9	56,5
Slovenija	54,0	65,0	70,0	72,0
<b>SE</b>	<b>56,4</b>	<b>57,9</b>	<b>55,1</b>	<b>55,3</b>
Rumunjska	38,0	37,9	38,4	38,5
Bugarska	18,5	19,0	22,0	20,0
<b>Hrvatska</b>	<b>55,8</b>	<b>66,8</b>	<b>70,5</b>	<b>72,8</b>
Srbija	59,7	60,8	64,1	64,6
BiH	39,7	41,5	39,6	38,5
Albanija	61,5	68,0	72,0	68,0
<b>JIE</b>	<b>40,9</b>	<b>43,2</b>	<b>44,8</b>	<b>45,0</b>
Rusija	10,5	12,0	13,0	14,0
Ukrajina	36,8	40,3	52,0	53,0
Bjelorusija	31,5	33,0	34,4	34,6
<b>CIS</b>	<b>13,2</b>	<b>14,8</b>	<b>16,7</b>	<b>17,7</b>
<b>SIE</b>	<b>27,6</b>	<b>29,3</b>	<b>29,8</b>	<b>30,5</b>
Turska	39,8	38,5	38,2	37,3
Austrija	74,0	74,4	79,4	77,3
Njemačka	81,0	79,6	77,3	74,5
<b>Eurozona</b>	<b>90,6</b>	<b>93,2</b>	<b>93,6</b>	<b>93,2</b>
<b>SAD</b>	<b>103,2</b>	<b>100,5</b>	<b>102,4</b>	<b>101,4</b>

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

## Inozemni dug (% BDP-a)

	2012.	2013.	2014.f	2015.f
Poljska	72,7	71,0	68,7	66,5
Mađarska	131,1	123,6	121,3	114,4
Češka	50,5	51,1	49,8	49,3
Slovačka	71,5	81,6	82,9	83,9
Slovenija	115,7	113,6	115,2	115,5
<b>SE</b>	<b>77,6</b>	<b>77,0</b>	<b>75,2</b>	<b>72,8</b>
Rumunjska	75,7	67,5	65,5	64,1
Bugarska	94,3	93,5	89,1	82,4
<b>Hrvatska</b>	<b>102,6</b>	<b>105,3</b>	<b>106,1</b>	<b>103,7</b>
Srbija	86,9	78,2	76,2	73,4
BiH	63,3	62,2	62,0	60,3
Albanija	24,8	26,7	27,0	27,5
<b>JIE</b>	<b>80,4</b>	<b>75,4</b>	<b>73,3</b>	<b>70,8</b>
Rusija	31,4	34,1	42,3	43,0
Ukrajina	74,4	78,9	107,1	106,3
Bjelorusija	51,7	49,0	59,4	54,7
<b>CIS</b>	<b>35,4</b>	<b>38,0</b>	<b>47,1</b>	<b>47,5</b>
<b>SIE</b>	<b>51,3</b>	<b>52,2</b>	<b>58,2</b>	<b>57,4</b>
Turska	42,0	44,1	51,9	53,2
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
<b>Eurozona</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>
<b>SAD</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

## EUR/lokalna valuta (prosjek)

	2012.	2013.	2014.f	2015.f
Poljska	4,2	4,2	4,2	4,0
Mađarska	289,2	296,8	312,9	320,6
Češka	25,1	26,0	27,1	26,0
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
Rumunjska	4,5	4,4	4,5	4,5
Bugarska	2,0	2,0	2,0	2,0
<b>Hrvatska</b>	<b>7,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,6</b>	<b>7,7</b>
Srbija	113,0	113,1	116,0	119,0
BiH	2,0	2,0	2,0	2,0
Albanija	139,0	140,3	140,0	139,8
Rusija	39,9	42,3	49,7	49,3
Ukrajina	10,4	10,8	14,5	14,8
Bjelorusija	10748,0	11828,2	14484,2	17207,5
Turska	2,3	2,5	2,9	2,8
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
<b>Eurozona</b>	<b>euro</b>	<b>euro</b>	<b>euro</b>	<b>euro</b>
<b>SAD</b>	<b>1,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>

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+
Rumunjska	BB+	Baa3	BBB-
Bugarska	BBB	Baa2	BBB-
<b>Hrvatska</b>	<b>BB</b>	<b>Ba1</b>	<b>BB+</b>
Srbija	BB-	B1	B+
BiH	B	B3	-
Albanija	B	B1	-
Rusija	BBB	Baa1	BBB
Ukrajina	CCC	Caa2	CCC
Bjelorusija	B-	B3	-
Turska	BB+	Baa3	BBB-
Austrija	AAA	Aaa	AAA
Njemačka	AAA	Aaa	AAA

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Recesija se nastavlja

U 2013. nastavila se tendencija smanjivanja gospodarskih aktivnosti koja je započela prije pet godina. Na godišnjoj razini BDP se snizio za 1%, a oporavak ne očekujemo ni 2014. Uz izgledno produženje recesije i nastavak rasta javnog duga povećava se ranjivost gospodarstva na poremećaje u kretanju kapitala na vanjskim tržištima. Stoga su u prvom tromjesečju 2014. rejtinške agencije smanjile ocjene boniteta Republike Hrvatske – S&P je snizio rejting na dva stupnja ispod investicijske razine, a ostale dvije agencije (Fitch i Moody's) zadržale su ocjenu rejtinga na jednom stupnju ispod investicijskoga uz promjenu izgleda iz stabilnih u negativne. Reakcija rejtinških agencija uslijedila je nakon što je krajem prošle godine usvojen proračun za 2014., u kojem se umjesto jačanja procesa fiskalne konsolidacije planira deficit opće konsolidirane države u visini od 5,5% BDP-a, uz preoptimistično planiranje gospodarskog rasta i povećanje proračunskih prihoda. U uvjetima pada ili stagnacije BDP-a povećanje prihoda proračuna dovodi do povećanja fiskalnog opterećenja gospodarstva, pada konkurentnosti poduzeća i smanjenja privatnih investicija. Hrvatska je prošle godine ulaskom u EU potpuno otvorila tržište, a zbog visoke razine euroiziranosti sustava ne može učinkovito koristiti tečajnu prilagodbu za povećanje konkurentnosti domaće ponude. Preostaje provedba interne deflacije kroz mjere za smanjivanje troškova proizvodnje. Pritom su nezaobilazne one za smanjenje fiskalnog opterećenja koje posredno, preko visine premije za rizik, određuju i trošak financiranja. Krajem 2013. javni se dug povećao na razinu iznad 66% BDP-a, a nove tekuće neravnoteže javnog sektora i stagnantno gospodarstvo vode k ubrzanom rastu omjera javnog duga prema BDP-u. Stoga 2014. država je ušla u proceduru prekomjernog deficita (EDP), u kojoj Europska komisija Hrvatskoj postavlja cilj izlaska iz EDP-a do 2016. godine. U ožujku je usvojen rebalans proračuna u kojem je planirani deficit snižen na 4,5% BDP-a mjerama na strani prihoda. Budući da su izostale snažnije reformske mjere za smanjenje rashoda, to neće biti dovoljno za ostvarivanje ciljane razine strukturnog deficita. Ipak, pozitivni pomak nalazimo u realnijem planiranju gospodarskog rasta, što povećava mogućnost za ostvarivanje planova.

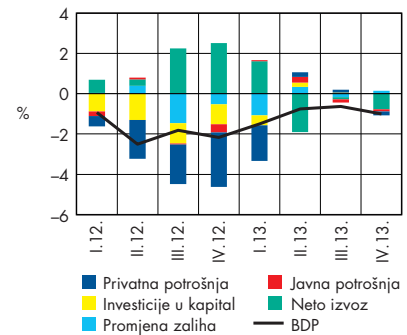
Sljedeće izdanje državnih obveznica očekujemo u svibnju i to na inozemnom tržištu. Ostvareni suficit u razmjeni s inozemstvom pogoduje održavanju stabilnog tečaja, a usporeno razduživanje financijskog sektora prema inozemstvu pomaže stabilizaciji bilance kapitala. S gledišta održavanja financijske stabilnosti zabrinjava nastavak procesa donošenja lokalnih propisa kojima se nastoji administrativno određivati način poslovanja financijskog sektora, a posebice kreditnih institucija. Postupci predstečajne nagodbe omogućavaju prijenos gubitaka unutar sektora poduzeća i iz sektora poduzeća na kreditne institucije. Rezultat je povećanje gubitaka kreditnih institucija, ali i smanjivanje poslovnih aktivnosti u poduzećima. Poduzeća jačaju likvidnost, nužnu za prevladavanje šokova od gubitka potraživanja u postupcima predstečajnih nagodbi. Promjene propisa o potrošačkom kreditiranju dovode do ograničavanja kamatnih stopa na kredite, a u dijelu portfelja i do administrativnog određivanja kamatnih stopa suprotnih ugovorenima, i to na štetu kreditnih institucija. Takvim se mjerama pojačava pritisak na odljev kapitala, što bi u ovoj godini moglo pogoršati saldo na računu kapitala. Gospodarstvo iscrpljeno recesijom nema snagu za ostvarivanje značajnih viškova u razmjeni roba i usluga, koja je potrebna za financiranje odljeva kapitala. Stoga bi u nastavku godine moglo doći do smanjenja ponude odnosno povećanja cijena na lokalnom tržištu kapitala.

### Hrvatska: rejting države

Kunska zaduženja	S&P	Moody's	Fitch
Dugoročni	BB	Ba1	BBB-
Kratkoročni	B	-	F3
Izgledi	stabilni	negativni	negativni
Devizna zaduženja			
Dugoročni	BB	Ba1	BB+
Kratkoročni	B	-	B
Izgledi	stabilni	negativni	negativni
Posljednja ocjena:	24.1.14.	21.3.14.	14.2.14.

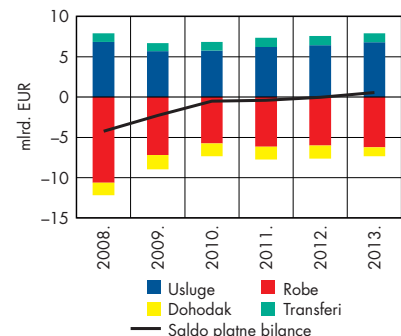
Izvor: rejtinške agencije

### BDP, sastavnice rasta



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Tekuće transakcije platne bilance

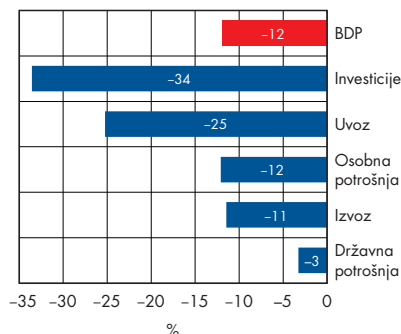


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Strukturni problemi i dalje kočé oporavak

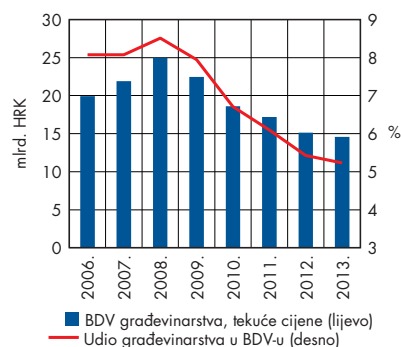
- Pola desetljeća krize
- Bez reformi, uz nisku konkurentnost i visoke rizike slabi ekonomski izgledi
- Tržište rada – niska zaposlenost i aktivnost, bez oporavka do daljnjega

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



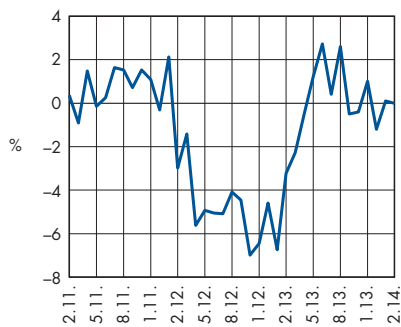
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

**Bruto dodana vrijednost građevinarstva**



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

**Godišnja stopa rasta prometa od trgovine na malo, realno**



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prošlo je pet godina od početka krize. U petogodišnjem razdoblju (2009. – 2013.) realni BDP Hrvatske smanjio se približno 12%, dominantno zbog pada domaće potražnje, ponajprije investicija i osobne potrošnje koja se izravno reflektirala na razmjerno snažan pad uvoza roba. S obzirom na nisku konkurentnost te posljedično vrlo nizak udio robnog izvoza, čak i umjereni oporavak najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera nije potaknuo povećanu potražnju za hrvatskim izvoznim proizvodima. Štoviše, izvoz roba neprekidno pada od 2009. godine, uz dinamiziranje negativnih trendova u 2013. Osim gubitka preferencijalnog položaja na tržištu CEFTA-e, vidljiva je nespornost ulaska na jedinstveno europsko tržište, koji se vremenski preklopio s restrukturiranjem naših najvažnijih izvoznih industrija (brodogradnje i kemijske industrije). Nepovoljna kretanja ublažava rast izvoza usluga odnosno turizam. Jedina komponenta BDP-a koja je u prošloj godini zabilježila rast je državna potrošnja, što potvrđuje nizak reformski kapacitet Vlade i odmak fiskalne politike od nužne konsolidacije. Posljedice će se uvelike osjetiti u idućim godinama s obzirom na to da još uvijek nisu stvoreni preduvjeti za početak oporavka. Ipak nastavak rasta državne potrošnje nerealno je očekivati sljedećih godina s obzirom na ulazak Hrvatske u proceduru prekomjernog deficita.

Unatoč nepovoljnom globalnom okruženju postalo je sasvim jasno da je recesija u Hrvatskoj prije svega uzrokovana dubokim unutarnjim strukturnim problemima, koji uključuju nisku konkurentnost industrije i izvoza, rigidno tržište rada, (pre) veliku, a istodobno skupu i neučinkovitu javnu administraciju, visoko porezno opterećenje, neodrživu dinamiku rasta javnog duga odnosno slabo upravljanje javnim financijama, nedovoljno učinkovito pravosuđe itd. Svijest o nužnosti provedbe reformi načelno je postojala i prethodnih godina, ali njihova provedba je ili slaba i spora ili još uvijek nije započela. Stoga prilagodba, osim što postaje sve nužnija, postaje i sve "bolnija".

U optimističnom scenariju tijekom ove godine moguće je očekivati stagnaciju gospodarstva ali uz preduvjet realizacije investicija. Međutim takva prognoza uvelike je podložna negativnim rizicima. Naime, privatne investicije zakočene su nepoticaјnim poduzetničkim okruženjem, dok su javne investicije uvelike ovisne o inozemnom kapitalu i sposobnosti povlačenja sredstava iz EU fondova. U oba slučaja upitna je spremnost najavlјivanih projekata, a što se tiče EU fondova još su uvijek nejasni nacionalni prioriteti financiranja u uvjetima relativno malih administrativnih kapaciteta. Osim toga povećava se i mogućí lanac stečajeva poduzeća nakon neuspješnog restrukturiranja u predstečajnim nagodbama. Stoga je izgledniji realan pad gospodarstva u rasponu od 0,5 do 1%.

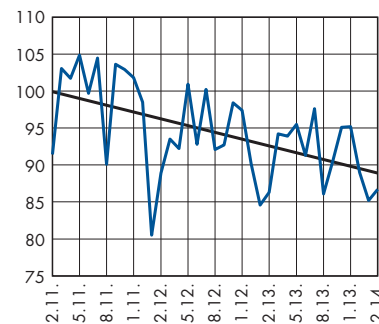
Iako nešto sporijom dinamikom, osobna potrošnja na razini cijele godine nastavit će padati s obzirom na to da je opterećena smanjenjem zaposlenosti, visokim pesimizmom, nastavkom procesa razduživanja i smanjenjem raspoloživog dohotka. Dugotrajna kriza i problemi u realnom sektoru odrazili su se na tržište rada, koje je i prije krize bilo suočeno sa strukturnim problemima niske zaposlenosti i aktivnosti te neusklađenosti ponude i potražnje. Stopa nezaposlenosti

(prema međunarodno usporedivoj metodologiji) premašila je u 2013. 17% (dvostruko više nego u 2008.), a osobito pogođene skupine su mladi i dugotrajno nezaposleni. Snažniji pad zaposlenosti odnosno rast nezaposlenosti sprječavala su zapošljavanja u javnom sektoru, što u konačnici samo produbljuje ionako prisutne probleme. Zabrinjava i pad omjera broja zaposlenih i umirovljenika, koji se krajem 2013. spustio ispod 1,2. S obzirom na izostanak oporavka, tržište rada ostat će slabo i u idućem srednjoročnom razdoblju, pa predviđamo nastavak rasta stope nezaposlenosti. Izostanak zapošljavanja uz istodobni nastavak rasta broja umirovljenika u srednjoročnoj perspektivi ugrožava mirovinski sustav budući da bi se u slučaju nastavka dosadašnjih trendova broj osiguranika i broj umirovljenika mogao izjednačiti. Iako su tijekom prošle godine poduzete dodatne mjere usmjerene na smanjenje broja umirovljenika (produženje zakonske dobi za odlazak u mirovinu), kao veći a neriješeni problem ostaje kontinuirani pad zaposlenosti i iznimno loši demografski trendovi, koji naglašavaju problem manjka radne snage i održivosti sadašnjeg mirovinskog sustava.

U srednjoročnoj perspektivi osobna potrošnja (kao najveća sastavnica BDP-a) neće biti predvodnik, već sljedbenik rasta gospodarstva. To i dalje umanjuje potrebu za uvozom roba, pa će vanjskotrgovinska ranjivost mjerena saldonom na tekućem računu biti i dalje na niskim razinama, što otvara priliku za jačanje konkurentnosti izvoznog sektora odnosno priliku za stvaranje preduvjeta za razvoj konkurentne industrije (s visokom dodanom vrijednošću), koja bi zamijenila dio uvoza, ali i koja bi bila konkurentna na tržištu EU-a i na trećim tržištima. Godine za nama na tom polju nisu donijele napredak, pa ni u 2014. ne očekujemo značajniji rast izvoza, već nam štoviše prijete opasnost od visokokonkurentnoga slobodnog tržišta. Stoga će udio izvoza roba u BDP-u i dalje biti oko 20%, što je uz Albaniju najniža razina među državama Srednje i Istočne Europe. Ipak, neto izvoz bi trebao biti predvodnik oporavka, a stabilnu potporu i dalje će dobivati od izvoza usluga (turizma).

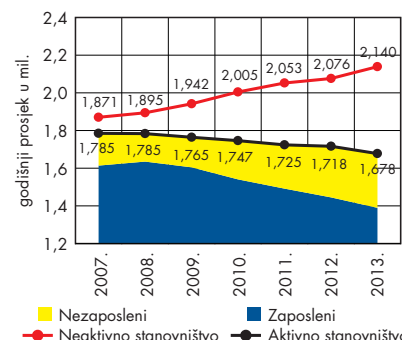
Ukratko u srednjem roku ne očekujemo povratak viših stopa rasta iz pretkriznog razdoblja (najviše do 1,5%), zbog nedovoljnih strukturnih reformi i slabe poduzetničke klime. Kriza je već sad za posljedicu imala bitno nižu potencijalnu stopu rasta BDP-a Hrvatske (na oko 2%).

## Izvorni indeks fizičkog obujma industrijske proizvodnje, 2010 = 100



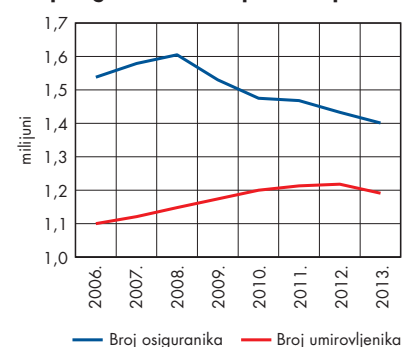
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Radno sposobno stanovništvo (+15)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Broj osiguranika i broj umirovljenika



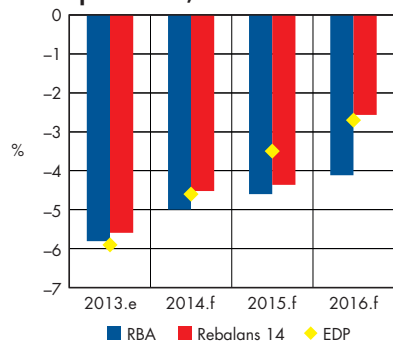
Izvori: HZMO, Raiffeisen istraživanja



## Rješenje je na rashodnoj strani

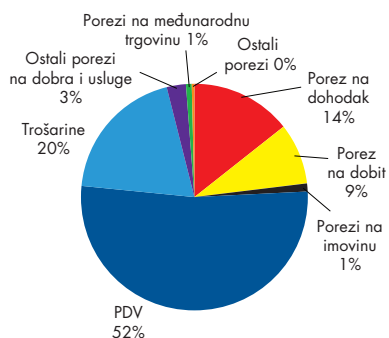
- Bez strukturne prilagodbe uz velike rizike ostvarenja prihoda
- Snažan rast javnog duga i visoke potrebe za (re)financiranjem
- Neizbježan još jedan rebalans proračuna

### Deficit proračuna, u % BDP-a



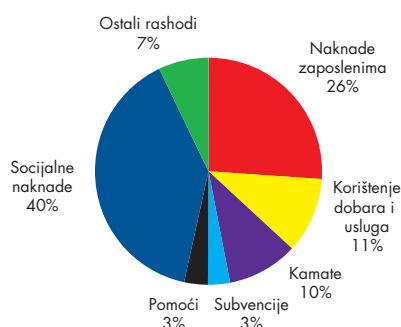
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

### Struktura poreznih prihoda opće države, III. 2013.



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

### Struktura rashoda opće države, III. 2013.



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Jedna od ključnih unutarnjih kočnica rasta u srednjoročnoj perspektivi dolazi od fiskalne prilagodbe s obzirom na to da bi u okviru procedure prekomjernog deficita (EDP) Hrvatska konačno trebala poduzeti strukturne mjere konsolidacije kako bi spriječila neodrživu dinamiku rasta javnog duga, smanjila manjak proračuna opće države ispod 3% te u konačnici vratila vjerodostojnost fiskalne politike. Prvi korak u tom smjeru trebale su biti Izmjene i dopune proračuna 2014., predstavljene već u ožujku. Rebalans nije bio iznenađenje budući da je prvotni Proračun za 2014. planiran na nerealnoj osnovi gospodarskog rasta od 1,3%, uz rast rashoda i manjka u proračunu opće države. Uz planirani deficit opće države od 5,8% te javni dug koji je krajem 2013. dosegnuo 66,8%, bilo je odmah jasno da je kao takav neodrživ te da Hrvatska ulazi u proceduru prekomjernog proračunskog deficita.

Međutim, ni predstavljeni rebalans nije donio pozitivna iznenađenja i odmak od dosadašnje politike oslanjanja na rast prihoda te od čestog mijenjanja poreznih zakona. Ponovno su izostale mjere na rashodnoj strani proračuna, a pojedine mjere poput podizanja doprinosa za zdravstveno osiguranje predstavljaju izravan udarac na konkurentnost realnog sektora odnosno povećanje troškovnog opterećenja rada. Dakle, način smanjivanja deficita upućuje na nastavak vođenja fiskalne politike kojim se izbjegava prilagodba na rashodima proračuna, tj. provedba strukturnih reformi koje podrazumijevaju smanjenje prava korisnika na usluge javnog sektora koje se financiraju preraspodjelom proračunskih sredstava. Iako se kao argument ponovnog izbjegavanja konsolidacije na rashodnoj strani uzima tvrdnja da prilagodba na prihodnoj strani uzrokuje manje kratkoročnih negativnih učinaka, zatumljuje se činjenica da se takvim pristupom povećava tzv. politički rizik i destimulira investicije jer se radi o poreznoj i pravnoj nesigurnosti. Tako naizgled povoljan kratkoročni učinak vrlo brzo postaje kontraproduktivan odnosno negativan jer produbljuje krizu. Osim što odgađa prilagodbu, on umanjuje potencijale ionako iscrpljenog realnog sektora i stanovništva.

Prvim, ali ne i posljednjim rebalansom proračuna za 2014. planira se smanjenje deficita središnje države za 3,9 mlrd. kuna, na 13,9 mlrd. ili 4,1% BDP-a, pri čemu je neto učinak povećanja poreznih prihoda 4 mlrd., ali i rast rashoda 0,1 mlrd. kuna. Međutim analizom izmjena i dopuna proračuna za 2014. ostaju otvorena mnoga pitanja. Naime, iz obrazloženja nije jasan makroekonomski okvir na kojemu su izrađeni proračunski planovi. Osim realne stope rasta BDP-a od 0,2%, ne postoje ostale projekcije na kojima je Vlada utemeljila novi prijedlog proračuna (nema prognoze po sastavnicama, stope zaposlenosti ili indeksa potrošačkih cijena) pa je s te osnove teško ocijeniti realnost i pouzdanost usvojenih izmjena i dopuna proračuna. Tako primjerice tvrdnja da je Vlada malo smanjila prognoziranu inflaciju nije ni približno precizna jer je ona u prvotnom planu projicirana na 2%, iako su već prilikom izrade rebalansa bili izraženiji deflacijski od inflacijskih pritisaka. Osim toga u predstavljanom rebalansu za 2014. nigdje se ne spominje deficit opće države u prošloj godini, odnosno nedostaje analitički najvrjedniji indeks, a to je svakako rebalans 2014./ostvarenje 2013., pa je općenito teško procijeniti međugodišnje učinke vladine politike.



Iako je povećanjem prihodne strane odnosno smanjenjem deficita proračun sveden u prihvatljivije okvire, takav rebalans ne udovoljava kriterijima EDP-a ni u pogledu visine smanjena ni u pogledu strukture, što je još važnije. Naime nove vrijednosti uglavnom predstavljaju jednokratne, a ne strukturne prilagodbe. Primjerice na strani prihoda najveće povećanje donosi jednokratni transfer članova s beneficiranim radnim stažem iz II. u I. mirovinski stup (prijenos kapitalizirane štednje od 2,8 mlrd. kuna) te rast doprinosa za zdravstveno osiguranje s 13 na 15%, s priljevom na toj osnovi od 1,1 mlrd. kuna.

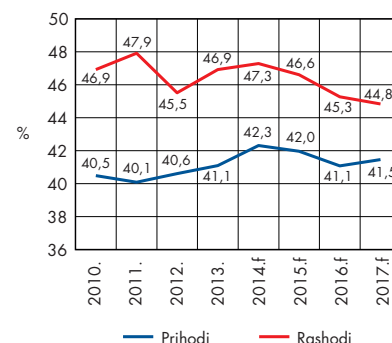
U skladu s preporukama Vijeća Eurospke Unije za smanjenje deficita opće države na 4,6% BDP-a u 2014., na 3,5% u 2015. odnosno 2,7% BDP-a u 2016., potrebno je smanjiti strukturni deficit za 0,5% BDP-a u 2014., 0,9% u 2015. te 0,7% BDP-a u 2016. Upravo strukturni saldo predstavlja ključni pokazatelj procedure prekomjernog deficita.<sup>1</sup> Već pri donošenju izmjena i dopuna proračuna za 2014. bilo je jasno da visina prilagodbe nije dovoljna i da će Europska komisija od Hrvatske tražiti dodatnih 0,4% BDP-a (ukupno 2,3% BDP-a). Stoga je Vlada sredinom travnja donijela dodatne mjere s učinkom od 0,4 % BDP-a (1,3 mlrd. kuna). Indikativno je da su i one značajno usmjerene na prihodnu stranu proračuna (0,2% BDP-a ili 700 mil kuna) te da ponovno uključuju zadiranje u porezni sustav jer se planira povećanje trošarina na energente i električnu energiju te izmjene propisa kojima se ostvaraju veći prihodi od telekomunikacijskih usluga. Dodatne mjere uključuju i rezanje rashoda na stavkama subvencije za 390 mil kuna te smanjenje rashoda Hrvatskih cesta za 250 mil kuna. I ovoga puta Vlada smanjuje prognoze BDP-a na realnu stagnaciju ali bez ocijene učinaka na ostale porezne prihode koji bi se u tom slučaju trebali sniziti.

Naposlijetku, prema našim procjenama manjak opće države u 2014. će se smanjiti u odnosu na 2013., ali uz nešto niže ostvarenje prihoda on neće doseći razine predviđene planom i preporukama (projiciramo ga na razini 5% BDP-a, odnosno 16,6 mlrd. kuna). Naime, u scenariju vrlo skromnoga, ali i upitnoga gospodarskog oporavka navedeni ciljevi mogli bi se postići jedino snažnom fiskalnom konsolidacijom, koja bi trebala biti popraćena reformama u velikim javnim sustavima (zdravstvo, obrazovanje, socijalni sustav), javnim poduzećima te državnoj administraciji. Uzimajući u obzir izborni ciklus (parlamentarni izbori krajem 2015./početkom 2016.), snažan otpor sindikata javnih i državnih službi, kompleksnost i zahtjevnost reformi uz već dostignutu razinu porezne presije, ocjenjujemo da je vrlo izvjestan ostanak u proceduri prekomjernog deficita i nakon isteka trogodišnjeg razdoblja, vjerojatno do 2018./2019. godine. Veliko ograničenje pritom će stvarati izdaci za kamate (koji su dosegli 11 mlrd. kuna ili 3% BDP-a) i socijalne naknade, u okviru kojih su najveća stavka izdaci za mirovine (čine otprilike 30% ukupnih rashoda poslovanja). Sve veći troškovi servisiranja javnog duga znatno opterećuju proračun i umanjuju mogućnost potrošnje usmjerene na rast, dok s druge strane nedostatna fiskalna konsolidacija na rashodnoj strani zadržava visok udio socijalnih izdataka u proračunu (45% proračuna), održavajući *status quo* različitih interesnih skupina i korisnika.

Naposlijetku neminovno je da će Vlada do ljeta ići na još jedan rebalans, što samo po sebi govori o vjerodostojnosti fiskalne politike. Bilo bi pritom korisno da Vlada predstavi proračun u skladu s metodologijom ESA.

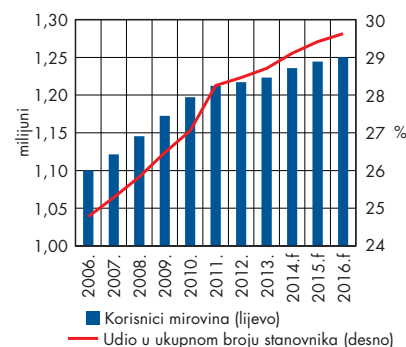
<sup>1</sup> Strukturni saldo (naziva se još i ciklički prilagođen, engl. cyclically adjusted) izračunava se tako da se stvarni saldo korigira za cikličke učinke (jednokratne i privremene mjere).

### Opća država, % BDP-a



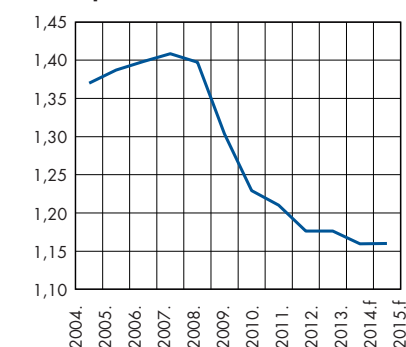
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

### Korisnici mirovina



Izvori: HZMO, Raiffeisen istraživanja

### Omjer broja osiguranika i umirovljenika

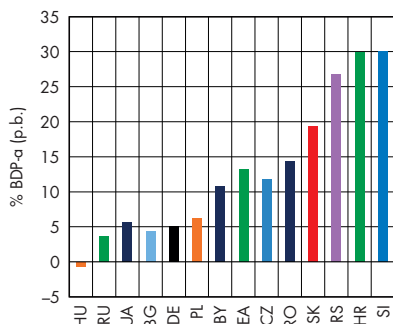


Izvori: HZMO, Raiffeisen istraživanja

## Visoke potrebe za zaduživanjem

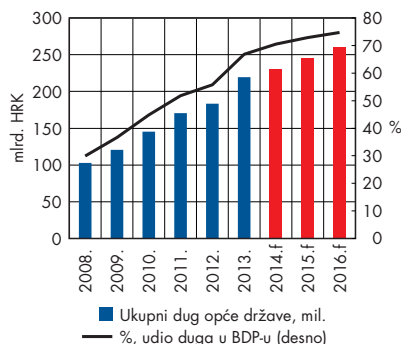
- Sužavanje *spreadova* kao posljedica povoljnijih gospodarskih kretanja u SAD-u
- U očekivanju novog euroobvezničkog izdanja
- Moody's smanjio izgleda iz stabilnih u negativne

### Promjene javnog duga kao % BDP-a (p.b.)



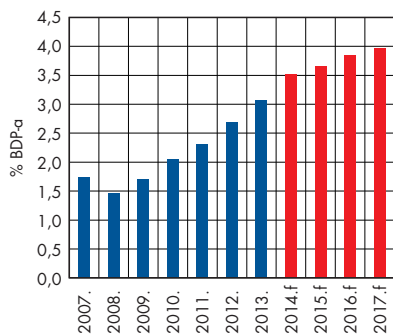
Od 2009. do 2013.  
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

### Dug opće države



Izvori: HNB, MF, Raiffeisen istraživanja

### Kamate na javni dug, % BDP-a



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Postojan primarni proračunski deficit, sve veći kamatni troškovi i odgoda reformi pridonijeli su snažnom rastu duga opće države, koji je samo u 2013. porastao za 36 mlrd. kuna (19,7%). Uz kontinuirani pad BDP-a njegov udio je premašio 66% (rast za 11 p.b.). Državne potrebe za financiranjem i ove godine ostaju visoke, a procjenjuju se na na 20% BDP-a u 2014. (u procjeni je obuhvaćeno refinanciranje dugova (uključujući srednjoročni dug) i neto državno davanje/ primanje kredita). Pritom su dospjeća duga uglavnom u prvoj polovini godine, ali je dio financiranja osiguran na kraju 2013. (izdanje euroobveznice) te plasmanom obveznica na domaćem tržištu. Iako valutna struktura duga (75% javnog duga je denominirano ili vezano uz euro) može upućivati na visok valutni rizik, dosljednost monetarne politike u obrani stabilnosti EUR/HRK umanjuje deprecijacijske rizike. Trenutačni rejting Hrvatske te negativni izgledi predstavljaju izravnu prijetnju troškovima financiranja, što će osobito doći do izražaja kada velike središnje banke (Fed, ESB) započnu sa (snažnijom) izlaznom strategijom ekstremno ekspanzivne monetarne politike. Dodatni rizici proizlaze iz javnih poduzeća čije su obveze (osobito u sektoru prometa) pokrivene državnim jamstvima pa prijeti opasnost njihove aktivacije, osobito u nedostatku ozbiljnijih napora za restrukturiranje takvih poduzeća. Ipak, u osnovnom scenariju predviđamo da bi javni dug trebao usporiti s rastom pa bi krajem ove godine trebao dosegnuti 70% BDP-a, a 2017. 75% BDP-a.

Visoka likvidnost domaćeg tržišta podržana politikama središnje banke osigurava neprekidno financiranje rastućih potreba države na domaćem tržištu. Iako, s obzirom na to da lokalno tržište nije u mogućnosti zadovoljiti visoke potrebe države za financiranjem, država će i u ovoj godini nastaviti prikupljati sredstva i na inozemnim financijskim tržištima. Prema planu financiranja državnog proračuna Vlada u ovoj godini namjerava najveći dio potreba (21,4 mlrd. kuna ili 60,1%) namiriti izdavanjem vrijednosnih papira, što se odnosi na financiranje putem obveznica na inozemnom financijskom tržištu u iznosu od 7,7 mlrd. kuna te obveznica na domaćem financijskom tržištu u iznosu od 12,1 mlrd. kuna. Sredstva od prošlogodišnjeg zaduživanja država nije u cijelosti iskoristila, već je znatan dio zadržan kao depozit kod središnje banke za financiranje potreba u 2014. Nadalje domaće izdanje u veljači, ukupne vrijednosti 1,15 mlrd. eura, znatno je premašilo iznos na dospelu istog mjeseca (500 mil. eura), čime su osigurana dodatna sredstva za financiranje potreba u ovoj godini. Sredinom travnja dospjelo je 500 mil. eura desetogodišnjih euroobveznica. Budući da je Vlada sredstva za iskup dospjelog izdanja prije osigurala, dospelje duga ovaj put nije pratilo uobičajeno izdanje novih obveznica.

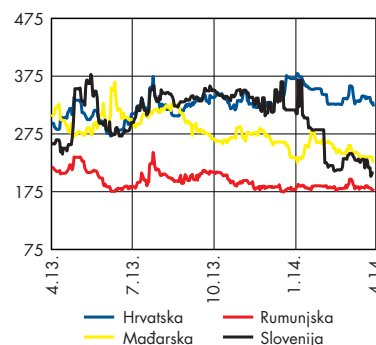
Novi izlazak države na inozemna tržišta kapitala očekujemo krajem svibnja ili početkom lipnja, s izdavanjem od oko 1 mlrd. eura, što će ujedno biti pravi test za *spreadove* na hrvatske euroobveznice. Naime u prvom dijelu godine *spreadovi* na najdulja dolarska izdanja euroobveznica kretali su se na razinama ispod 300 baznih bodova, a krajem prvog tromjesečja dotaknuli su i najniže razine u ovoj godini od 270 b.b. Ipak, sužavanje *spreadova* u potpunosti treba pripisati tržišnim uvjetima odnosno povoljnim gospodarskim kretanjima u SAD-u, a ne fun-

damentalnim poboljšanjima u hrvatskom gospodarstvu. Očekujemo da će se do novog izdanja euroobveznica *spreadovi* zadržavati na trenutačnim razinama. Nakon izdanja očekujemo rast *spreadova* iznad 300 b.b. Drugim momentom koji će imati značajan utjecaj na kretanje hrvatskih euroobveznica smatramo kretanje na brzorastućim tržištima. Prema kraju polugodišta ipak očekujemo ponovno blago sužavanje *spreadova* u odnosu na referentna izdanja.

Domaće tržište u prvom tromjesečju očekivano je bilo obilježeno skromnim prometima uz pojačanu aktivnost na duljem kraju krivulje valutne klauzule. Čista kunska izdanja kraćeg dospijea našla su se u fokusu ulagatelja kao alternativa kratkoročnom kunkskom ulaganju s obzirom na atraktivne prinose u odnosu na prinose na trezorske zapise koji su se spustili na povijesne minimume. U razdoblju pred nama očekujemo pritisak na duljem kraju krivulje valutne klauzule. Na kunkskim izdanjima očekujemo smanjenu likvidnost uz stagnaciju prinosa, koji bi se prema kraju tromjesečja mogli čak i lagano spustiti. S obzirom na najavljeni plan financiranja, ne isključujemo mogućnost još jednog lokalnog izdanja obveznica u ovoj godini.

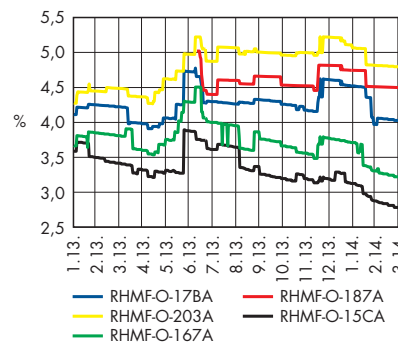
Sljedeća godina bit će još jedna zahtjevnja godina u pogledu otplata obveznica i pripadajućih kupona budući da već nakon euroobvezničkog dospijea na samom početku godine (5. siječnja) u iznosu od 750 mil. eura u srpnju na naplatu dolazi domaće eursko izdanje (350 mil. eura), a u prosincu dospijeva i kunsko desetogodišnje izdanje vrijedno 5,5 mlrd. kuna. U kontekstu visokih potreba za refinanciranjem, a u nedostatku transparentnosti državnog zaduživanja, predviđamo da će država i tijekom 2015. biti aktivna i na domaćem i na inozemnom tržištu, dok bi se postojeći krediti države kod poslovnih banaka kao i kratkoročni dug po izdanim trezorskim zapisima nastavili zadržavati istim instrumentima.

## 5-godišnji USD CDS



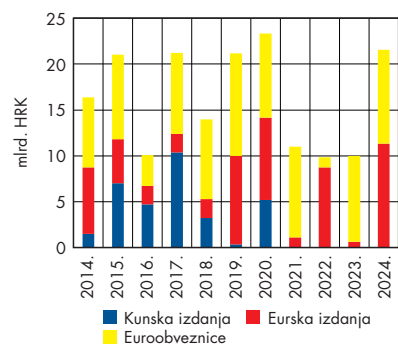
Izvor: Bloomberg

## Prinosi na kunska izdanja državnih obveznica



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Dospijea državnih obveznica (glavnica i kupon)

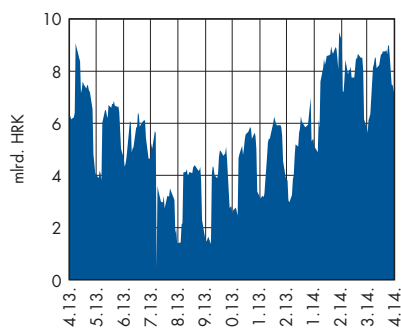


Izvori: MF, Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Likvidnost sustava neugrožena

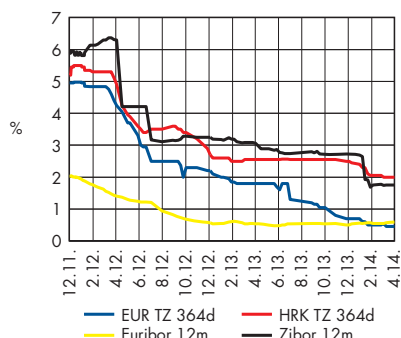
- Prinosi na trezorske zapise MF-a na povijesno niskim razinama
- Visoka likvidnost sustava
- Bitno smanjeni inflatorni pritisci

### Dnevni višak likvidnosti



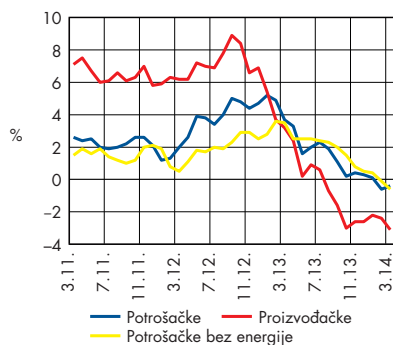
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Kamatne stope



Izvori: Reuters.hr, HNB, MF

### Potrošačke i proizvođačke cijene\*, na godišnjoj razini



\* Proizvođačke cijene na domaćem tržištu  
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Središnja je banka i u prvom ovogodišnjem tromjesečju nastavila podržavati izdašnu likvidnost sustava nastavljajući tako ekspanzivnu monetarnu politiku. Prosječan višak likvidnosti u sustavu u promatranom se razdoblju kretao na razini od oko 8 mlrd. kuna, što je uz nedostatnu potražnju za kunama stvaralo pritisak na daljnji pad tržišnih kamatnih stopa. Shodno navedenome, očekujemo da bi se takva situacija na domaćem novčanom tržištu mogla nastaviti do ljetnih mjeseci, kad se aktivira uobičajeno sezonski snažnija potražnja za domaćom valutom. U obilju visoke kunske likvidnosti država je nastavila s praksom zaduživanja izdavanjem kratkoročnih vrijednosnica – trezorskih zapisa po vrlo povoljnim uvjetima. Usred nedostatka investicijskih alternativa za domaće institucionalne investitore, prinosi na trezorske zapise Ministarstva financija spustili su se na povijesne minimume. Primjetno je preusmjeravanje kratkoročnog duga po izdanim trezorskim zapisima vezanima uz euro u čiste kunske vrijednosnice. Kratkoročan dug po izdanim trezorskim zapisima na samom početku travnja iznosio je 24,5 mlrd. kuna, odnosno 7,3% procijenjenog BDP-a, te je bio za oko 500 mil. kuna viši u usporedbi sa stanjem na kraju prosinca prošle godine. U mjesecima pred nama realno je očekivati nastavak takvih tržišnih kretanja. Dospijee eurskoga trezorskog zapisa sredinom veljače 2015. u vrijednosti 700 mil. eura vjerojatno će biti podmireno u sklopu mogućeg izdanja obveznica na domaćem tržištu kapitala, ali uvijek ostaje otvorena mogućnost zanavljanja postojećeg duga po dospjieceu. Što se tiče očekivanog izdanja euroobveznice sredinom svibnja, konverzija deviza od izdanja vjerojatno će se obaviti preko središnje banke, što će imati pozitivan učinak na povećanje likvidnosti na domaćem novčanom tržištu. Slijedom toga, pritisak na dodatno smanjenje kamatnih stopa će ostati, iako je prostor za njihovo smanjenje znatno sužen.

Hrvatska narodna banka nastavila je voditi monetarnu politiku vjernu cilju očuvanja stabilnosti cijena putem održavanja stabilnog tečaja kune prema euru. Inflatorni pritisci u dosadašnjem dijelu godine bitno su smanjeni. Štoviše od veljače bilježimo deflaciju prosječnih potrošačkih cijena. Uz učinak baznog razdoblja i nisku domaću potražnju, uslijed nastavka nepovoljnih trendova na tržištu rada, u prilog takvim kretanjima ide i činjenica da izostaju pritisci s inozemnih tržišta, što se prije svega odnosi na cijene prehrambenih sirovina na svjetskim tržištima ali i stabilizacija cijena nafte. Dizanje međustope PDV s 10 na 13% od 1. siječnja (za pojedine proizvode i usluge poput knjiga, kruha, mlijeka, ulja, šećera, dječje hrane, turizma i ugostiteljstva), nije imalo značajniji učinak na ukupnu prosječnu stopu inflacije (njihov ukupan udio u košarici CPI procjenjuje se na 7.4%). Ipak, rizik od deflacije prema našim očekivanjima je minimalan obzirom da će poticaj rastu cijena u nastavku godine doći s troškovne strane. Najavljeno povećanje trošarina na gorivo i namete telekomunikacijskim tvrtkama utjecat će na povećanje cijena, a ne isključujemo mogućnost prelijevanja navedenog učinka i na ostale cijene. Iako će druga polovica godine donijeti rast cijena, one će na godišnjoj razini ipak biti na nižim razinama nego u 2013.



## Polagani rast EUR/HRK uz nisku volatilnost

- EUR/HRK stabilno
- Uobičajeno sezonsko jačanje domaće valute
- Predanost središnje banke stabilnoj tečajnoj politici ostaje neupitna

Tijekom prošlog desetljeća devizni tečaj EUR/HRK ostao je uvelike stabilan, s kretanjima u rasponu između 7,1 i 7,7 kuna za euro. Devizni se tečaj domaće valute u odnosu na euro kao sidro monetarne politike smatra značajnim budući da služi kao ključan instrument za stabilnost cijena s obzirom na veliku ovisnost zemlje o uvozu. S druge strane, stabilnost domaće valute važna je iz perspektive financijske stabilnosti zbog visokog stupnja izloženosti stranim valutama javnog i privatnog sektora. Održavanje uglavnom stabilnog deviznog tečaja kune u odnosu na euro ključni je element monetarne politike. Devizni je tečaj EUR/HRK, uspoređujemo li ga s izabranim valutama zemalja regije, među najstabilnijima.

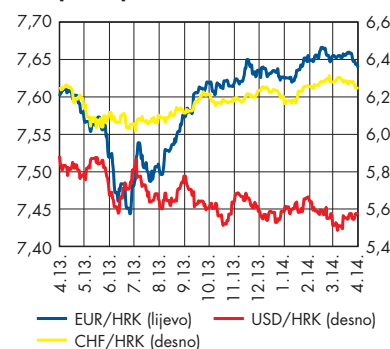
Volatilnost tečaja EUR/HRK i tijekom prvog ovogodišnjeg tromjesečja ostala je relativno niska, s uobičajenim sezonskim oscilacijama (volatilnost tečaja EUR/HRK, mjerena standardnom devijacijom, i dalje je na najnižim razinama u posljednjih šest godina). Podržan stalnom potražnjom za devizama, tržišni tečaj EUR/HRK nastavio je blago kliziti prema višim razinama. Krajem siječnja preskočio je razinu od 7,66 kuna za euro. Predanost središnje banke stabilnoj tečajnoj politici bila je neupitna te je prema očekivanjima HNB povukao dio likvidnosti iz sustava (240,2 mil. eura) deviznom intervencijom. Do kraja godine tečaj EUR/HRK mogao bi nastaviti lagano kliziti prema višim razinama. Izostanak gospodarskog oporavka, povećane rezervacije banaka, isplate dividendi kompanija u stranom vlasništvu (iako manje nego u 2013.), nedostatak priljeva inozemnoga kapitala te fiskalni rizici čimbenici su koji bi mogli gurati tečaj prema višim razinama. U suprotnom smjeru, aprecijacija domaće valute mogla bi biti podržana nadolazećom uobičajenom potražnjom za kunama tijekom središnje turističke sezone. Potencijalno zaduživanje (javnih) poduzeća i mogući priljev inozemnoga kapitala zbog pokretanja investicija i/ili privatizacije također idu u prilog sporadičnom jačanju kune u odnosu na euro. Iako podržan sezonskim kretanjima, ne očekujemo da će se tržišni tečaj EUR/HRK spuštati ispod razina 7,52 kuna za euro u ovoj godini. Dodatno, trendovi u robnoj razmjeni također bi se mogli odraziti na kretanje tečaja. Poboľšanjem makroekonomskih temelja, posebno izvozne konkurentnosti, srednjoročno bi se poboljšala potpora stabilnosti deviznog tečaja i povećao manevarski prostor za potporu oporavku gospodarstva uz pomoć monetarne politike. S druge strane, pod utjecajem postupnog oporavka potražnje glavnih vanjskotrgovinskih partnera i otvaranja tržišta nakon ulaska Hrvatske u EU, očekuje se postupno intenziviranje izvoza roba i usluga. Oporavkom domaćega gospodarstva i dovršetkom procesa razduživanja privatnog sektora očekujemo i intenziviranje uvoza roba i usluga. Potencijalno snažniji rast deviznih obveza od priljeva deviza mogao bi podržati deprecijacijske pritiske na domaću valutu. Visoke potrebe države za zaduživanjem do kraja godine potvrđuju očekivanja o potrebi izlaska države na tržišta kapitala izdanjima na lokalnom i/ili inozemnom tržištu, što bi moglo utjecati na kretanje tečaja. Izlazak na strana tržišta imao bi manji utjecaj na EUR/HRK jer bi konverzija u kune bila izvršena kod HNB-a kao i kod prethodnih izdanja. Izdanje uz valutnu klauzulu na domaćem tržištu ojačalo bi kunu. Nadalje, stabilnost tečaja uglavnom će biti pod utjecajem nepromijenjene situacije na tržištu novca, gdje se uz izdašnu likvidnost kamatne stope zadržavaju na povijesno niskim razinama.

### Prosječni tečaj u odnosu na euro, 2006. = 100



Izvor: Bloomberg

### Srednji tečaj HNB-a



Izvor: HNB

### Prognoza tečaja

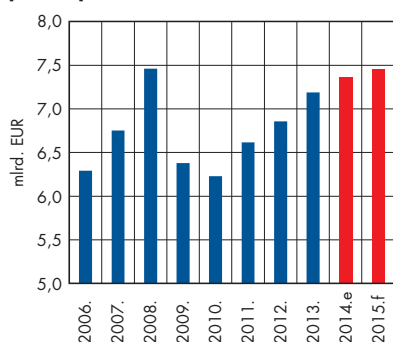
	2014.f	2015.f
EUR/HRK, pr	7,64	7,66
EUR/HRK, kr	7,68	7,70
USD/HRK, pr	5,66	5,76
USD/HRK, kr	5,69	5,92
CHF/HRK, pr	6,07	6,03
CHF/HRK, kr	6,00	6,16

Izvor: Raiffeisen istraživanja

## Smanjena vanjska ranjivost

- Prvi suficit tekućeg računa platne bilance na godišnjoj razini
- Suficit tekućeg računa platne bilance nije posljedica strukturnih poboljšanja
- Na kraju 2013. bruto inozemni dug 105,3% BDP-a

### Prihodi od putovanja iz bilance plaćanja



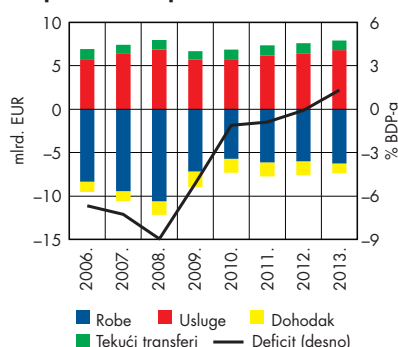
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Vanjski dug i udjeli

Tromjesečja	Vanjski dug (mil. EUR)	Vanjski dug u % BDP-a
IV.10.	46.527	104,7%
I.11.	47.504	107,0%
II.11.	47.324	106,6%
III.11.	46.632	105,3%
IV.11.	45.901	103,8%
I.12.	46.031	104,6%
II.12.	46.815	107,0%
III.12.	45.737	104,6%
IV.12.	44.861	102,6%
I.13.	44.954	102,7%
II.13.	45.956	105,0%
III.13.	44.957	103,0%
IV.13.	45.631	105,3%

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Saldo tekućeg računa platne bilance, krajem razdoblja



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Slaba gospodarska aktivnost i domaća potražnja zajedno s rastom prihoda od turizma doveli su u 2013. do prvog suficita tekućeg računa na godišnjoj razini otkad postoje podaci (od 1999. godine). Pozitivan utjecaj dobre turističke sezone potvrđuje činjenica da je suficit na tekućem računu, koji je bio ostvaren u trećem tromjesečju, nadmašio ukupni deficit u svim ostalim tromjesečjima. U 2013. suficit tekućeg računa iznosio je 564,4 mil. eura, odnosno 1,3% BDP-a. Rast suficita, uz povećanje viška na računu usluga rezultat je i nižeg povlačenja dobiti iz poduzeća i banaka u stranom vlasništvu.

Iako pozitivan, suficit tekućeg računa platne bilance u 2013. nije posljedica strukturnih poboljšanja, već je rezultat dugotrajne krize u gospodarstvu, odnosno smanjenja tijekom roba, usluga i kapitala. To jasno potvrđuje i činjenica da se u 2013. godini u odnosu na pretkriznu 2008. robni izvoz nominalno smanjio za 6,3%, dok je robni uvoz nominalno niži za čak 24,1%. Smanjenje potražnje kućanstava i ulaganja uzrokovalo je veći pad uvoza nego izvoza. Na zadržavanje smanjene uspješnosti izvoza roba utjecali su nepovoljno vanjsko okruženje, niska konkurentnost domaćih proizvoda i restrukturiranje ključnih izvoznih sektora. Hrvatsko gospodarstvo karakterizira jedan od najnižih udjela izvoza robe i usluga u BDP-u među usporedivim zemljama regije SIE. U razdobljima rasta vanjska ranjivost najbolje se ogledala u visokom manjku na tekućem računu platne bilance. U tome leži razlog da je čak i u uvjetima oporavka na globalnoj razini teško ostvariti pozitivne stope gospodarskog rasta sve dok se ne pojača izvozna aktivnost. Stoga je nužno nastaviti s provođenjem strukturnih reformi, koje će povećati izvozni potencijal domaćih poduzeća te privući izvozno orijentirana inozemna poduzeća.

Nadalje, iako pozitivna, kretanja na podračunu usluga upućuju na vrlo spor opravak budući da je ostvareni suficit još uvijek ispod razina iz 2008. godine. S druge strane, znatno poboljšanje salda tekućeg računa rezultat je kretanja na podračunu faktorskih dohodaka, gdje je deficit u 2013. smanjen za 496 mil. eura (31,1%).

U 2014. očekujemo zadržavanje blago pozitivnog salda na tekućem računu platne bilance. Razduživanje kućanstava nastavit će se pod pritiskom nepovoljnih kretanja na tržištu rada te će zajedno sa stagnacijom investicijske aktivnosti od strane proizvođača pridonijeti održavanju ravnotežnog stanja na tekućem računu. Istodobno postupno bi poboljšanje vanjskih prognoza i potencijalno povećanje učinkovitosti na temelju restrukturiranja tradicionalnih industrijskih grana tijekom posljednjih godina, osobito brodogradnje i kemijske industrije, mogli pridonijeti zaustavljanju pada izvoza.

Na kraju prošle godine bruto inozemni dug dosegao je 45,6 mlrd. eura, odnosno 105,3% BDP-a. Smanjene vanjske izloženosti financijskih institucija i javnih poduzeća nije uspio ublažiti porast zaduživanja države u inozemstvu i veće prekogranično pozajmljivanje među poduzećima, što je rezultiralo s 1,7% višom razinom bruto inozemnog duga u odnosu na kraj 2012. Nadalje, od početka

krize, udio vanjskog javnog duga povećao se za 7 postotnih bodova i krajem 2013. dosegnuo 34% ukupnog vanjskog duga. Razmjerni pad zabilježen je u udjelu vanjskog privatnog duga (ne uključujući pozajmljivanja među poduzećima), što je u skladu s postupnim razduživanjem. Očekujemo da će se razduživanje bankarskog sektora nastaviti i u ovoj godini.

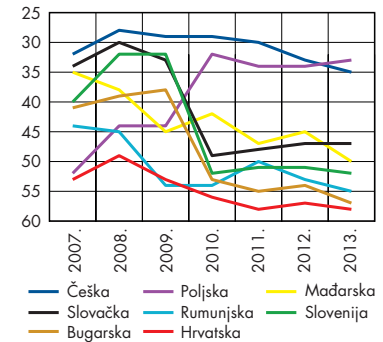
Glavni razlog za to vidimo u nedostatku projekata u korporativnom sektoru i u skromnoj potražnji za kreditima. S druge strane, s obzirom na to da Vlade potrebe za financiranjem u ovoj godini znatno nadilaze kapacitet lokalnog tržišta, ona planira još jedno zaduživanje, za dodatnu 1 mlrd. eura na inozemnim tržištima do kraja godine. Dakle, povećanje inozemnog duga javnog sektora će se nastaviti, ali sporijom dinamikom nego u 2013.

## Udio izvoza roba u BDP-u, %

	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.f	2015.f	2016.f
Poljska	33,3	32,7	35,2	37,8	38,4	39,5	41,1	42,4	45,5
Mađarska	69,6	64,7	74,2	79,0	83,2	83,6	87,8	87,6	88,4
Češka	59,3	54,1	61,6	67,3	70,9	72,7	76,0	78,9	n.d.
Slovačka	73,9	63,0	73,2	82,6	88,4	89,4	90,6	90,6	90,1
Slovenija	55,1	46,9	53,5	59,1	61,2	62,5	62,9	61,4	n.d.
SE	48,9	45,7	50,7	55,0	56,9	57,9	59,5	60,3	n.d.
Rumunjska	24,1	24,6	30,0	34,4	34,2	34,7	36,5	37,4	38,1
Bugarska	42,9	33,5	43,2	52,6	52,4	55,7	56,5	57,0	55,5
Srbija	31,1	29,3	36,0	36,5	40,2	45,1	43,7	41,4	n.d.
BiH	27,0	22,9	28,6	32,0	30,6	31,7	32,1	32,9	32,1
Albanija	10,4	8,6	12,5	14,4	14,8	16,8	14,1	14,1	n.d.
Hrvatska	20,5	17,1	20,4	22,1	22,5	21,0	20,5	20,4	20,4
JIE	26,2	24,1	29,8	33,9	34,2	35,4	36,1	36,5	31,2

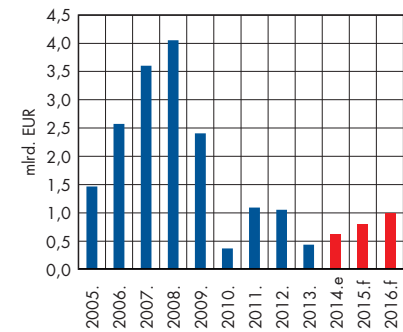
Izvori: Eurostat, nacionalni statistički uredi, Raiffeisen istraživanja

## Konkurentnost Hrvatske i usporednih zemalja prema IMD-u



Izvor: IMD World Competitiveness Yearbook 2013

## Inozemne izravne investicije

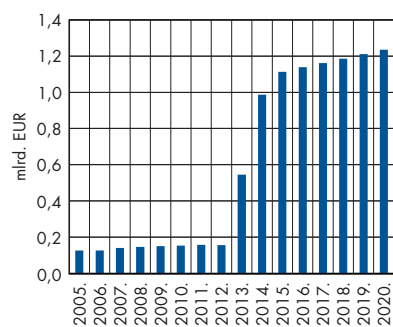


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## EU fondovi – prilika za koju se treba potruditi

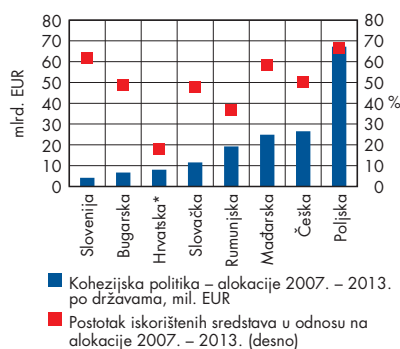
- Slaba iskorištenost EU fondova
- Alokacija za razdoblje 2014. – 2020. preko 8 mlrd. eura
- Jačanje administracije i kvalitetni strateški dokumenti preduvjet su za veću uspješnost povlačenja sredstava

### Alokacije iz fondova EU za Hrvatsku



Izvori: EK, HGK

### Alokacije i postotak iskorištenih sredstava 2007. – 2013.



\* Procjena alokacije za razdoblje 2014. – 2020.  
\* Stopa iskorištenosti 2007. – 30.6.2013.  
Izvori: EK, HGK

Nakon pristupanja EU-u Hrvatskoj je otvorena mogućnost korištenja strukturnih i investicijskih fondova (ESI). Važnost korištenja fondova osobito dolazi do izražaja u situaciji nedostatnoga vlastitoga kapitala, ograničenoga korištenja proračunskih sredstava i neizvjesnosti na globalnim tržištima jer predstavljaju golemu mogućnost sufinanciranja strateških prioriteta države. Kohezijsku politiku određuju institucije EU svakih sedam godina. Novi plan financiranja donesen za razdoblje 2014. – 2020. Da bi Hrvatska mogla koristiti sredstva kroz strukturne i investicijske fondove, treba definirati partnerski sporazum i operativne programe, u kojima definira prioritete sufinanciranja iz fondova EU (npr. poticanje zapošljavanja mladih, poticanje projekata iz područja energetske učinkovitosti, zaštite okoliša te iz područja istraživanja i razvoja). Područja koja nisu navedena u strateškim dokumentima neće moći sufinancirati iz fondova. Stoga je ključno jasno definirati strategiju i odabrati područja od bitne važnosti za gospodarstvo. Završetak operativnih programa za razdoblje 2014. – 2020. očekuje se u srpnju ove godine dok se odobrenje EK očekuje početkom 2015. Hrvatska se našla u nezavidnoj situaciji jer je za drugu polovicu prošle godine, od kada je postala članica EU, morala revidirati postojeće operativne programe za financijsko razdoblje koje je trajalo do kraja 2013. Time je ostala vremenski ograničena za kvalitetnu pripremu operativnih programa za novo razdoblje od 2014. do 2020. godine. Usporedimo li Hrvatsku za razdoblje 2007. do 2013. (uključujući i drugu polovicu 2013. kada su joj na raspolaganju bili strukturni i investicijski fondovi, odnosno alokacija u iznosu od 450 mil. eura) Hrvatska je imala najnižu stopu iskorištenosti sredstava iz EU od svega 18,3% dok je primjerice Rumunjska na 36,9%, Slovačka 48%, Bugarska 48,8% a Slovenija na 61,9% iskorištenosti sredstava. Međutim, ovakva usporedba nije metodološki u potpunosti ispravna jer se u slučaju Hrvatske u obzir uzima iskorištenost sredstava iz pretpristupnih fondova, dok se kod drugih članica statistika odnosi na iskorištenost strukturnih fondova EU. Ipak, podatak ukazuje na vrlo loš početak Hrvatske u korištenju fondova EU, nespremnost administracije te nedostatak kapaciteta struktura za upravljanje strukturnim fondovima. Sredinom travnja 2014. godine Hrvatska je iskoristila nešto više od 373 milijuna eura u odnosu na dosad dostupnih 997 milijuna eura iz fonda IPA te 450 milijuna eura iz strukturnih fondova, ukupno 1.45 mlrd. eura. Slaba iskorištenost sredstava iz fondova također je djelomično posljedica i nejasno definiranih prioriteta za ulaganja iz fondova EU (operativni programi). Značajan problem koji se javlja kod potencijalnih prijavitelja na natječaje je i definicija malog i srednjeg poduzetništva koja se razlikuje od nacionalne definicije malog i srednjeg poduzetništva, pogotovo u području koje se odnosi na povezanost poduzeća, tj. pitanje vlasništva. Rezultat primjene iste je taj da pojedina mala i srednja poduzeća u Hrvatskoj nisu u mogućnosti javiti se na natječaje namijenjene njima. Alokacija sredstava iz EU fondova za razdoblje 2014.–2020. za RH iznosi 8.029 mlrd. eura, odnosno godišnje oko 1 mlrd. eura (2,35% BDP-a). S obzirom na istovremene obveze uplate sredstava u EU proračun nužno je pripremiti sustav za prihvat sredstava (jačanje administracije) i povećati kvalitetu pripremljenosti strateških dokumenata kako bi se stopa iskorištenosti podigla barem na razinu na kojoj je članstvo financijski isplativo (oko 43%).



## Pogoršani uvjeti poslovanja kreditnih institucija

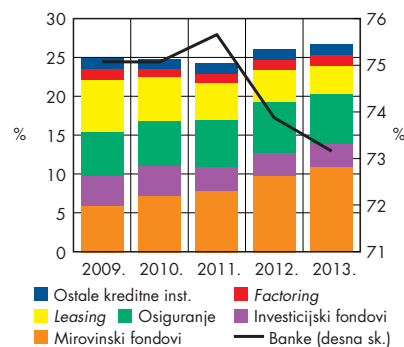
- Stagnacija gospodarstva umanjila potražnju za kreditima privatnog sektora
- Rast nenaplativih kredita potaknut promjenama propisa
- Značajan pad dobiti banaka u 2013. godini

Pet uzastopnih godina recesije gospodarstva sve više negativno utječe na poslovanje financijskog sektora. Kod kreditnih institucija pad potražnje za kreditima smanjuje prihode, a rast neprihodujućih kredita povećava rezerviranja za gubitke. Još teža situacija je kod *leasinga*, gdje se dvoznamenkaste stope pada imovine ostvaruju već treću godinu zaredom. U financijskom sektoru rast poslovanja ostvaruju jedino mirovinski fondovi. Njihova imovina se povećava zbog obveznog doprinosa. Naime, članovi fondova iz bruto plaće obvezno usmjeravaju četvrtinu mirovinskog doprinosa u sustav kapitalizirane štednje. Djelomice zbog propisanih restrikcija u strukturi ulaganja imovine, a djelomice zbog smanjene atraktivnosti alternativnih vrsta ulaganja, mirovinski fondovi usmjeravaju uplate članova ponajprije u obveznice Republike Hrvatske. A rastući javni dug nudi atraktivan prinos na ulaganje.

Ulazak Hrvatske u EU omogućio je vanjskim kreditnim institucijama izravnu ponudu usluga na lokalnom financijskom tržištu bez dodatne licencije. U uvjetima padajuće potražnje na lokalnom tržištu dodatna ponuda financijskih usluga pojačava pritisak na rezultate poslovanja i ubrzava proces prilagodbe troškova na smanjene mogućnosti za ostvarivanje prihoda. No blago smanjenje rashoda poslovanja nije bilo dostatno za održanje dobiti u uvjetima pada prihoda i rasta troškova rezerviranja za gubitke. Rezultat poslovanja kreditnih institucija za 2013. godinu smanjio se u odnosu na prethodnu godinu za 73%, a godišnji povrat na kapital iznosi tek 1,3%. Najveći negativni pomak u rezultatu poslovanja ostvaren je u posljednjem tromjesečju, kada je samo osam od trideset banaka ostvarilo pozitivan tromjesečni rezultat. U posljednjem tromjesečju udvostručili su se gubici na neprihodujućim kreditima. Nagli rast gubitaka temelji se na promjeni regulacije. Naime, lokalni regulator poslovanja kreditnih institucija uveo je restriktivnija pravila za klasifikaciju rizičnih plasmana i formiranje rezervacija za gubitke, što je rezultiralo povećanim priznavanjem gubitaka na vrijednosti kredita. No stvarni uzroci gubitaka su povećani otpisi potraživanja od poduzeća u postupku predstečajne nagodbe, kao i rezervacije za potencijalne štete iz sudskih sporova. Kod sudskih sporova izdvaja se tužba protiv banaka za kreditiranje potrošača s valutnom klauzulom u švicarskom franku. Optuženo je osam najvećih banaka i u prvostupanjskoj presudi proglašeno krivima. Do pravomoćne presude optužene banke povećavaju izdvajanje za rezerviranje sredstava po sudskom sporu.

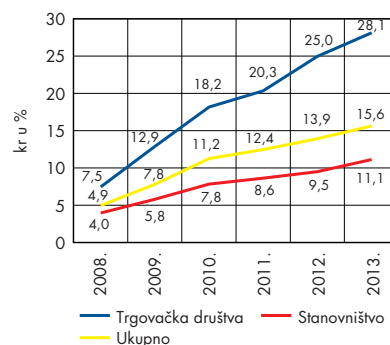
Na početku 2014. počela je primjena izmijenjenog Zakona o potrošačkom kreditiranju. Neovisno o presudi u sporu potrošača protiv banaka, za stambene kredite vezane uz švicarski franak banke moraju obračunavati kamate po fiksnoj stopi koja je oko 30% niža od ugovorene. U 2014. očekujemo i donošenje Zakona o kamatama s ciljem administrativnog ograničavanja visine kamatnih stopa na kredite banaka. Dakle, uvjeti poslovanja kreditnih institucija nastavljaju se pogoršavati pa u 2014. ne očekujemo ni povećanje prihoda ni povećanje dobiti.

### Hrvatski financijski sektor, struktura



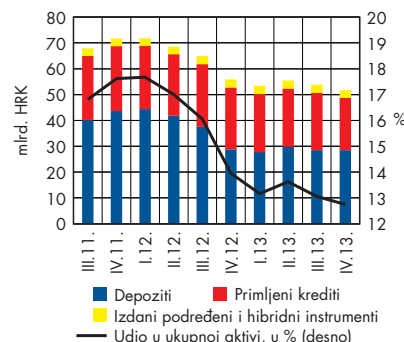
Izvori: HNB, HANFA

### Udio problematičnih kredita u ukupnim (NPL ratio)



Izvor: HNB

### Dužnička ulaganja stranih banaka vlasnika u hrvatske banke

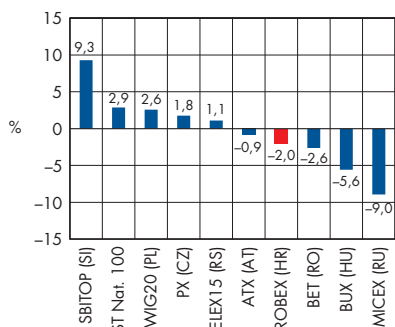


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Pad likvidnosti i pad cijena dionica

- Ukrajinska kriza dominirala tržištima u regiji
- Pad tržišne kapitalizacije dionica na Zagrebačkoj burzi 1,7% u prvom tromjesečju 2014.
- Daljnje smanjenje likvidnosti na Zagrebačkoj burzi

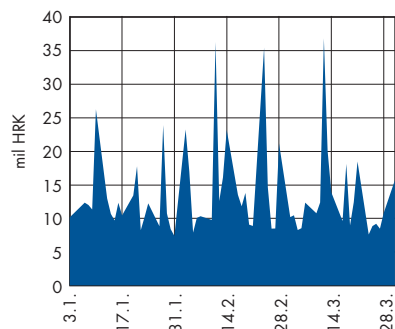
### Regionalni indeksi – prinosi u 1. tr. 2014.



Napomena: u lokalnoj valuti na datum 31.3.2014.  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

**Regionalni povrti.** U tromjesečju iza nas kriza u Ukrajini se odrazila na gotovo sva tržišta kapitala u regiji. Sukladno tome ruski indeks MICEX ostvario je najveći pad među promatranim indeksima regije SIE zbog prijetnje uvođenja sankcija prema Rusiji. Uz to, ruska rublja je izgubila na vrijednosti 7% u prva tri mjeseca ove godine (u odnosu na USD). Za mađarski indeks BUX visoka izloženost ruskom i ukrajinskom tržištu pojedinih kompanija iz indeksa također se pokazala negativnom. Snažan rast većine dionica iz indeksa SBITOP pogurao je taj indeks na samo čelo indeksa iz šire regije po ostvarenom povratu u prvom tromjesečju. Dionički indeks Zagrebačke burze najviše je bio pod utjecajem slabih izgleda oporavka domaćega gospodarstva.

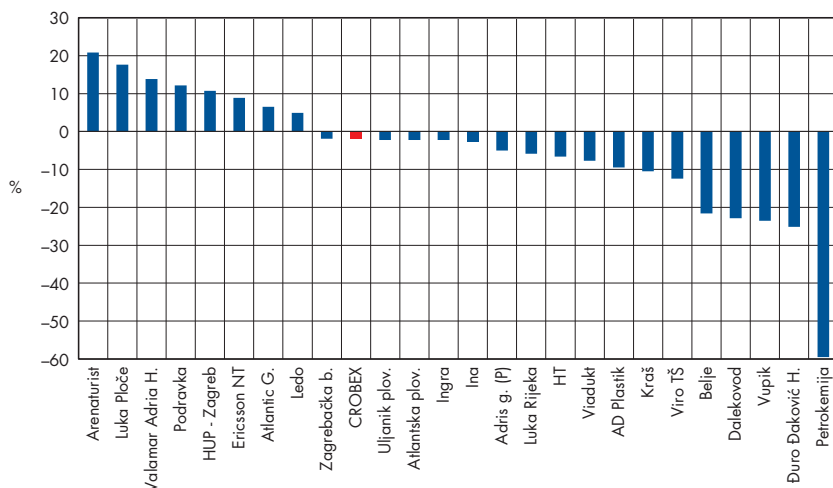
### Redovni promet u 1. tr. 2014.



Izvor: Zagrebačka burza

**Trgovanje dionicama na Zagrebačkoj burzi.** Na kraju ožujka 2014. tržišna kapitalizacija dionica uvrštenih na Zagrebačkoj burzi iznosila je nešto manje od 117 mlrd. kuna, što je za 2 mlrd. kuna (-1,7%) manje nego na kraju 2013. unatoč većem broju uvrštenih dionica (216 u odnosu na 208, koliko ih je bilo na kraju 2013.). Dionički indeks CROBEX zabilježio je približno isti pad vrijednosti u prvom tromjesečju 2014. (-2%). Od 25 dionica sastavnica CROBEX-a samo ih je devet ostvarilo rast, a njih 16 ostvarilo je pad cijena. Pritom su se tri turističke dionice istaknule rastom pa je i CROBEXturist zabilježio rast od gotovo 18% tijekom promatranog razdoblja, a ponajprije kao rezultat poboljšanja rezultata poslovanja u 2013. CROBEXtransport je ostvario solidan rast vrijednosti od 11,4%, na krilima pokretanja privatizacije državnog udjela u Jadroplovu koji iznosi 70%. Tri kompanije iz prerađivačke prehrambene industrije također su zabilježile rast cijena na temelju rasta profitabilnosti, ali je CROBEXnutris pao za 6,3% zbog slabijih rezultata kompanija sastavnica tog sektorskog indeksa, koje se bave uzgojem i proizvodnjom prehrambenih sirovina. Najveći pad ostvarile su dionice Petrokemije zbog loših rezultata poslovanja u 2013. te nagađanja da neće biti zainteresiranih preuzimatelja u zadnjem krugu privatizacije dijela državnog udjela, što se i pokazalo istinitim. Što se tiče intenziteta trgovanja,

### Povrti sastavnica CROBEX-a u 1. tr. 2014.



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

redovni promet dionicama iznosili su 712 mil. kuna, što je manje za 22% u odnosu na isto razdoblje 2013., a čini svega 0,61% ukupne tržišne kapitalizacije dionica na burzi ili 2,75% free float tržišne kapitalizacije, koja je na kraju ožujka iznosila 25,9 mlrd. kuna. Prosječni dnevni promet dionicama pao je s 14,5 mil. kuna, koliko je zabilježeno u prvom tromjesečju 2013., na 11,5 mil. kuna u prvom tromjesečju 2014. Promatramo li po realiziranim obujmima, trgovanje dionicama također se smanjilo, i to za 18% u odnosu na isto razdoblje prošle godine.

## CROBEX10 najmanje atraktivan

- CROBEX10 pod utjecajem slabih izgleda gospodarstva i niske profitabilnosti sastavnica (P/E 2014e: 27x)
- Dioničkim indeksima u regiji trguje se prema multipli P/E u rasponu 10 – 13x
- Razvoj situacije u Ukrajini mogao bi i dalje imati ključan utjecaj na regionalna dionička tržišta

**Vrednovanje tržišta i očekivanja.** U usporedbi s relativnim vrednovanjem indeksa u široj regiji CROBEX10 je s multiplom P/E od preko 20x uvjerljivo najmanje atraktivan. U kombinaciji sa slabim izgledima za oporavak domaćega gospodarstva u ovoj godini za domaće tržište dionica ne očekujemo velik interes stranih ulagača pa tako ni rast u drugom tromjesečju 2014. Ipak, u godinama krize iza nas neke kompanije su restrukturirale svoje poslovanje i povećale profitabilnost te su njihove multiple znatno ispod onih peer kompanija na zapadnim tržištima te predstavljaju dobre ulagačke prilike. U tom smislu neke od dionica kompanija iz prerađivačke prehrambene industrije i turističke djelatnosti djeluju podcijenjeno, a njihovi rezultati mogli bi nastaviti rasti i u ovoj godini. Na vrednovanje indeksa CROBEX10 uvelike utječu dvije najveće kompanije, Ina i Hrvatski telekom, koje čine gotovo 40% indeksa. Management Hrvatskog telekoma očekuje i u 2014. nastavak smanjenja profitabilnosti te EBITDA maržu u rasponu od 39–41% (u 2013. je bila 43,5% bez izvanrednih stavki). Unatoč tome, za dionice CROBEX10 u 2014. godini očekujemo skromni rast ponderirane dobiti na godišnjoj razini. Što se tiče očekivanoga kretanja vrijednosti indeksa CROBEX10, u drugom tromjesečju očekujemo pad indeksa od 2,6%, dok za iduće 12-mjesečno razdoblje predviđamo rast od 2,5% u odnosu na vrijednost zabilježenu na kraju prvog tromjesečja.

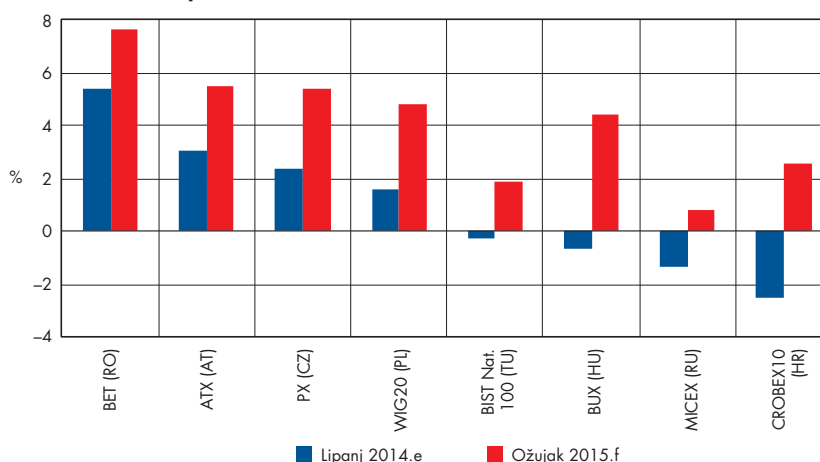
Na kretanja dioničkih indeksa u regiji u drugom tromjesečju 2014. ključan bi utjecaj i dalje mogla imati situacija u Ukrajini. U vezi s time, osim ruskog indeksa MICEX i mađarski indeks BUX čini se vrlo osjetljivim. Prema multipli P/E za 2014.e indeksi iz regije svrstani su u tri skupine. Prvu skupinu čine rumunjski BET, BUX i turski indeks BIST Nat.100, koji trguju prema multipli od oko 10x. U drugoj su skupini austrijski ATX, poljski WIG20 i češki dionički indeks PX, koji trguju prema multipli P/E od preko 13x. Tim dvjema skupinama zajedničko je to što su izgledi rasta njihovih domicilnih gospodarstava solidni i kreću se od 2 do 3% (očekivanja Raiffeisen istraživanja). Treća skupina su ekstremi prema multiplikatoru P/E. U nju ubrajamo ruski MICEX s vrlo atraktivnom brojkom od svega 4,7x i CROBEX10 s brojkom od preko 20x, a zajednički su im slabi izgledi za rast gospodarstva.

### Neto dobit sastavnica CROBEX-a

u mil. kuna	2012.	2013.
AD Plastik	56	27
Adris grupa	506	385
Arenaturist	1	1
Atlantic Grupa	66	199
Atlantska plov.	-76	-3
Belje	-107	-129
Dalekovod	-430	-70
Đuro Đaković H.	-6	-65
Ericsson NT	127	144
HT	1.696	1.442
HUP – Zagreb	32	39
Ina	687	-1.508
Ingra	-138	-214
Kraš	2	10
Ledo	155	187
Luka Ploče	-28	-5
Luka Rijeka	6	5
Petrokemija	-185	-330
Podravka	-15	68
Uljanik plov.	-78	-88
Valamar A.H.	64	180
Viadukt	2	4
Viro TŠ	128	17
Vupik*	10	-13
Zagrebačka banka	1.260	771

\* Na temelju nekonsolidiranih izvještaja  
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Očekivano kretanje indeksa



Napomena: u lokalnoj valuti u odnosu na 31.3.2014.  
Izvori: Thomson Reuters, Raiffeisen istraživanja

# Raiffeisenbank istraživanja

## Raiffeisenbank Austria

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

## Samostalna direkcija ekonomskih istraživanja

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

## 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	ESB – Europska središnja banka	JIE – zemlje Južne i Istočne Europe
b.b. – bazni bod	EU – Europska unija	kr – kraj razdoblja
BDP – bruto domaći proizvod	EUR – euro	LCY – <i>Local Currency</i>
BDV – bruto dodana vrijednost	Eurostat – Statistički ured Europske unije	m, mj. – mjesec
CDS – <i>Credit Default Swap</i>	f – prognoza ( <i>forecast</i> )	MF – Ministarstvo financija
CEFTA – <i>Central European Free Trade Agreement</i>	Fed – Federal Reserve District– Sustav federalnih rezervi	mil. – milijun
CHF – švicarski franak	HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga	mlrd. – milijarda
CIS – Zajednica neovisnih država	HGK – Hrvatska gospodarska komora	p.b. – postotni bod
CPI – indeks potrošačkih cijena ( <i>Consumer Price Index</i> )	HNB – Hrvatska narodna banka	PDV – porez na dodanu vrijednost
CZK – češka kruna	HRK – kuna	PLN – poljski zlot
DZS – Državni zavod za statistiku	HUF – mađarska forinta	pr – prosjek razdoblja
e – procjena ( <i>estimate</i> )	HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje	RBA – Raiffeisen Bank Austria
EDP – procedura prekomjernog deficita ( <i>Excessive Deficit Procedure</i> )	IBES – <i>Institutional Brokers' Estimate System</i>	RH – Republika Hrvatska
EK – Europska komisija	ILO – <i>International Labour Organisation</i>	RON – novi leu
ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa	IMD – Institut za razvoj poslovnog upravljanja	SAD – Sjedinjene Američke Države
		SE – Srednja Europa
		SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe
		tr. – tromjesečje
		TZ – trezorski zapisi
		USD – američki dolar

### 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 15. travnja 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.