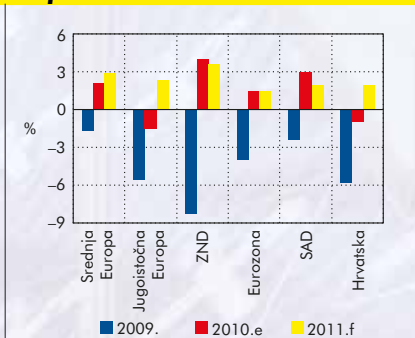


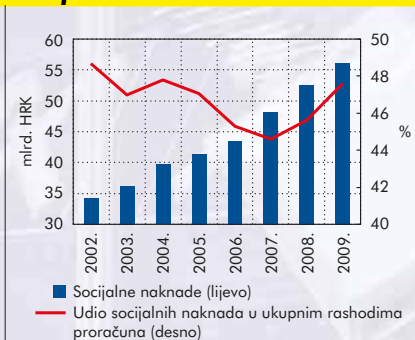
Izazovi na putu oporavka

Stope rasta BDP-a



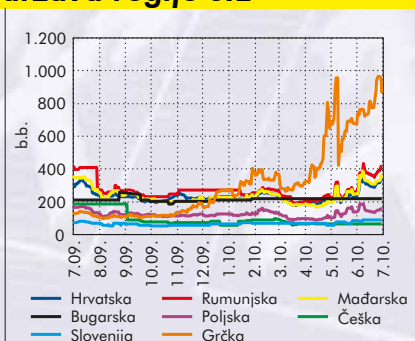
Izvor: Raiffeisen istraživanja

Socijalne naknade



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Petogodišnji CDS-ovi država regije SIE



Izvor: Bloomberg

Drugo tromjesečje 2010. obilježile su pozitivne promjene koje najvešću stabilizaciju gospodarstva u drugom polugodištu i izgledan rast u sljedećoj godini. Dolazak ljetne turističke sezone zaustavio je negativna kretanja na tržištu rada, otvaranje posljednja tri poglavlja najavilo je uspješan završetak pristupnih pregovora s Europskom unijom, a prve mjere iz Programa gospodarskog oporavka stupile su na snagu. Suprotno tim pozitivnim impulsima očekivano raste nezadovoljstvo onih društvenih slojeva koji ne vide svoj prosperitet u jačanju tržišnih kriterija pri vođenju gospodarske politike. Do sljedećih parlamentarnih izbora proteći će cijela godina u kojoj će trebati mnogo političkog umijeća da se rastuće nezadovoljstvo ne izrazi na nedemokratski način. Stoga put ka konkurentnijem gospodarstvu i oporavku provođenjem strukturnih reformi u skladu s općeprihvaćenim opredjeljenjima u Europskoj uniji neće biti imun na lokalne političke procese.

Prvi ispit vjerodostojnosti ekonomske politike u provođenju reformi očekivani je ljetni rebalans proračuna. Prošle se godine umjesto usklade na strani javnih rashoda posegnulo za povećanjem poreznih opterećenja, što je rezultiralo produžavanjem recesije u 2010. godini. Sljedeći rebalans morao bi imati drugačiji pristup te bi snažnijim smanjenjem rashodne strane trebalo kompenzirati snižavanje prihoda zbog uvođenja nižih stopa oporezivanja dohotka, a ujedno smanjiti i ovogodišnji deficit. Kretanja na vanjskim tržištima ne idu u prilog naporima za smanjivanje deficita države kao ni stabilizaciji odnosa s inozemstvom. Slabljenje eura prema dolaru odražava se pogoršavanjem uvjeta razmjene jer je Hrvatska ovisna o uvozu energije, čija cijena kotira u dolarima. Rast premija rizika za visoko zadužene europske države pogoduje rastu averzije prema riziku tranzicijskih tržišta pa posljedično raste i cijena financiranja hrvatskog duga. U uvjetima razmjerno visokih potreba refinanciranja kratkoročnog duga na razini od 1/4 ukupnoga inozemnog zaduženja, nužnost novih izdanja se pri povećanim premijama rizika ubrzano iskazuje u povećanju troškova financiranja, što je u suprotnosti s mjerama za oporavak gospodarstva. Stoga će uspjeh aktivnosti za poticanje rasta ovisiti o smanjivanju državnog rizika žurnim uravnoteženjem proračuna te o smanjivanju rizičnosti zajmoprimaca uvođenjem reda u naplatu potraživanja u sektoru poduzeća.

Dugoročno gledano depopulacijski trendovi i starenje stanovništva odnosno ljudski kapital čine jedan od najvećih potencijalnih rizika za stvaranje konkurentnoga gospodarstva, a upravo se time bavimo u temi broja.

Sadržaj

POKAZATELJI	
Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
BDP I INFLACIJA	
Provesti reforme za bolje sutra	4
INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA I NEZAPOSLENOST	
Privremeno zaustavljen rast nezaposlenosti.....	5
TRGOVINA I TURIZAM	
Bez oporavka trgovine, velika očekivanja od turizma	6
KAMATNE STOPE I MONETARNI AGREGATI	
Visoka likvidnost, ali i izostanak plasmana	7
TEČAJ	
Dominacija aprecijacijskih pritisaka na kunu.....	8
PLATNA BILANCA I VANJSKI DUG	
Pad uvozne aktivnosti smanjuje deficit tekućeg računa	9
DRŽAVNI PRORAČUN	
U iščekivanju rebalansa	10
FINANCIJSKI SUSTAV	
Snižena stopa povrata na kapital banaka	11
SVJETSKI TRENDOVI	
Globalni oporavak određuje rast potražnje za naftom.....	12
DEMOGRAFSKI TRENDOVI	
Demografska kretanja – teret budućih generacija	13
TRŽIŠTE OBVEZNICA	
Fiskalna prilagodba na europsku realnost	15
Visoke potrebe za (re)financiranjem i nova izdanja.....	16
TRŽIŠTE DIONICA	
Prometi su sve manji	17
Atlantic grupa preuzela Drogu Kolinsku.....	18
Ipak očekujemo pozitivan preokret.....	19

Pregled odabраних makroekonomskih pokazatelja

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.e	2011.f
BDP i proizvodnja										
Bruto domaći proizvod, u % (stalne cijene)	5,4	5,0	4,2	4,2	4,7	5,5	2,4	-5,8	-1,0	2,0
BDP u tekućim cijenama (u mil. EUR)	28.112	30.011	32.759	35.725	39.102	42.833	47.370	45.378	46.159	48.389
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	6.331	6.759	7.380	8.043	8.807	9.656	10.686	10.246	10.434	10.950
Trgovina na malo, % promjena, realno	12,5	3,7	2,6	2,8	2,1	5,3	-0,5	-15,3	-2,8	3,6
Industrijska proizvodnja, % promjena	5,4	4,1	3,7	5,1	4,5	5,6	1,6	-9,2	0,6	3,8
Cijene, nezaposlenost i proračun										
Potrošačke cijene, u %, kraj razdoblja	1,8	1,7	2,7	3,6	2,0	5,8	2,9	1,9	3,9	3,2
u %, prosjek	1,7	1,8	2,1	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	1,8	3,5
Proizvođačke cijene, u %, kraj razdoblja	2,3	1,0	4,8	2,7	1,9	5,8	4,7	1,6	4,2	3,2
u %, prosjek	-0,4	1,9	3,5	3,0	2,9	3,4	8,4	-0,4	4,0	3,2
Stopa nezaposlenosti ¹ (DZS, pr)	22,5	19,5	18,0	18,0	17,0	15,1	13,4	14,9	17,5	16,5
Prosječna neto plaća, u kunama, pr	3.719	3.939	4.172	4.375	4.602	4.840	5.177	5.311	5.333	5.480
Ukupni državni proračun ² , u % BDP-a	-4,3	-5,4	-4,2	-3,5	-2,6	-2,0	-1,8	-4,3	-4,4	-3,6
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, u mil. eura	11.125	13.138	14.243	15.273	16.990	18.307	19.905	16.144	16.609	17.958
% promjena	3,0	18,1	8,4	7,2	11,2	7,8	8,7	-18,9	2,9	8,1
Uvoz roba i usluga, u mil. eura	13.801	15.179	16.199	17.473	19.632	21.474	23.741	17.866	17.844	19.489
% promjena	14,0	10,0	6,7	7,9	12,4	9,4	10,6	-24,7	-0,1	9,2
Tekući račun platne bilance, u % BDP-a ³	-7,5	-6,3	-4,4	-5,5	-6,9	-7,6	-9,2	-5,4	-5,5	-5,0
Međunarodne pričuve, u mil. eura, kr	5.651	6.554	6.436	7.438	8.725	9.307	9.121	10.376	10.800	11.400
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	4,9	5,2	4,8	5,1	5,3	5,2	4,6	7,0	7,3	6,8
Izravne inozemne investicije, u mil. eura	1.138	1.762	950	1.468	2.765	3.678	4.195	2.096	2.350	2.900
Noćenja turista, % promjena	3,0	4,3	2,5	7,6	3,1	5,7	2,0	-1,3	2,5	3,0
Inozemni dug, u mlrd. eura	15,1	19,9	22,9	25,7	29,3	32,9	40,3	44,6	47,5	49,5
Inozemni dug, kao % BDP-a ³	53,9	66,3	70,0	72,1	74,9	76,9	85,1	98,2	102,9	102,3
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ³	136,1	151,3	161,0	168,6	172,3	179,9	202,5	276,2	286,0	275,6
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	7,15	6,12	5,64	6,23	5,58	4,99	5,16	5,09	6,10	6,37
pr, USD/HRK	7,87	6,70	6,03	5,95	5,84	5,37	4,93	5,28	5,83	6,24
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,44	7,65	7,67	7,38	7,35	7,33	7,32	7,31	7,32	7,32
pr, EUR/HRK	7,41	7,56	7,50	7,40	7,32	7,34	7,22	7,34	7,28	7,30
Novčana masa (M1), u mlrd. kuna, kr	30,9	33,9	34,6	38,8	48,5	57,9	55,2	47,2	48,1	50,3
% promjena	30,2	9,8	2,0	12,3	25,0	19,3	-4,6	-14,6	2,0	4,5
Ukupna novčana sredstva (M4), u mlrd. kuna, kr	116,1	128,9	139,9	154,6	182,5	215,8	225,0	223,1	226,4	232,1
% promjena	9,5	11,0	8,6	10,5	18,0	18,3	4,3	-0,9	1,5	2,5
Plasmani, u mlrd. kuna, kr	97,5	111,7	127,3	149,2	183,4	210,8	233,0	231,7	234,0	242,2
% promjena	30,0	14,6	14,0	17,2	22,9	15,0	10,5	-0,6	1,0	3,5
ZIBOR 3m, u %, pr	4,6	5,5	7,3	6,2	4,3	5,7	7,2	8,9	2,6	5,5
Kamatna st. na trezorske zapise 12m, u %, pr	3,7	4,8	6,5	5,0	3,9	4,2	6,0	6,7	4,0	5,2

¹ Anкета o radnoj snazi prema metodologiji ILO-a (International Labour Organisation) pokazuje stopu nezaposlenosti od 11,2% za Q1 2010.

² Bez kapitalnih prihoda (privatizacija), po metodologiji GFS 2001 na modificiranom obračunskom načelu.

³ U eurima

Prognoze: Direkcija za ekonomska istraživanja – Raiffeisen Consulting

e – procjena

f – prognoza

kr – kraj razdoblja

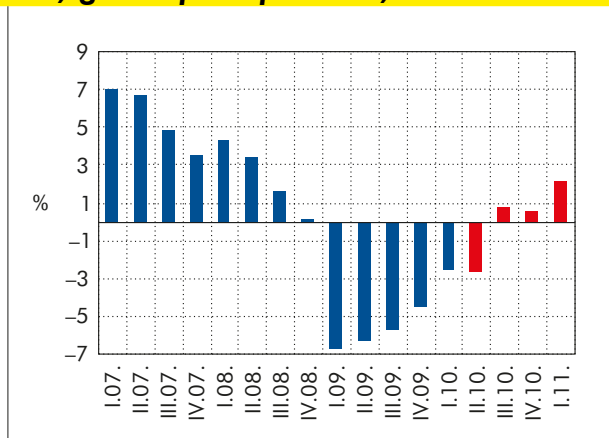
pr – prosjek razdoblja

Izvori: HNB, DZS, MF



Provesti reforme za bolje sutra

BDP, godišnje stope rasta, realno



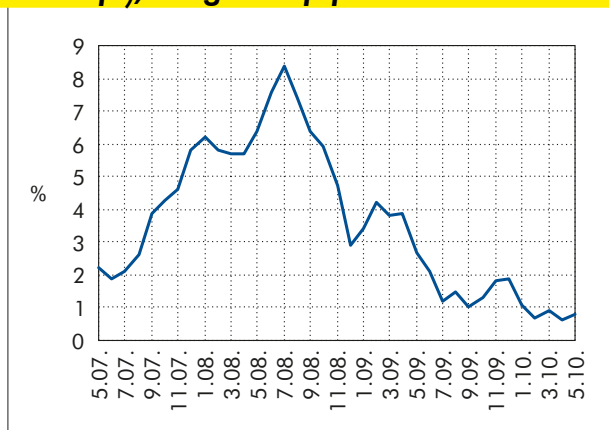
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

BDP, godišnje stope rasta, realno

Godina	2008.	2009.	2010.e	2011.f
Hrvatska	2,4%	-5,8%	-1,0%	2,0%
Bugarska	6,0%	-5,0%	-0,5%	3,0%
Slovačka	6,2%	-4,7%	2,8%	4,0%
Poljska	5,0%	1,8%	3,0%	3,2%
Mađarska	0,6%	-6,3%	1,0%	2,5%
Slovenija	3,5%	-7,8%	0,5%	2,0%
Češka	2,3%	-4,0%	1,0%	2,0%
Rumunjska	7,3%	-7,1%	-3,0%	2,0%
EMU	0,5%	-4,0%	1,4%	1,5%
SAD	0,4%	-2,4%	3,0%	2,0%

Izvori: WIIW, Raiffeisen istraživanja, Bloomberg

Indeks potrošačkih cijena (stopa inflacije), na godišnjoj razini



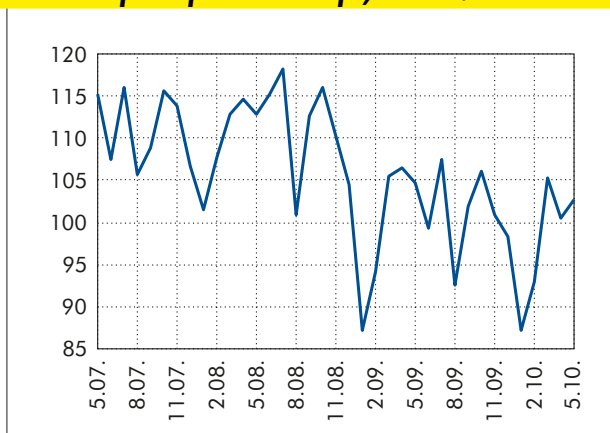
Izvor: DZS

Usporavanje dinamike pada BDP-a u prvom tromjesečju na 2,5% na godišnjoj razini u skladu je s našim očekivanjima. Nepovoljan utjecaj kretanja osobne potrošnje i investicija nadmašio je pozitivan doprinos rasta izvoza, koji je zbog oporavka inozemne potražnje jedina svijetla točka u strukturi BDP-a. Pritom najviše zabrinjava rekordan pad investicija u fiksni kapital, posebno u nabavu strojeva i opreme te u građevinarstvo. Model rasta koji je do sad bio prisutan, a koji je utemeljen na potrošnji financiranoj inozemnim dugom, pokazao je sve svoje mane u ovoj recesiji. Sve dok je nezaposlenost na visokoj, a optimizam potrošača na niskoj razini, ne trebamo očekivati oporavak osobne potrošnje. Državni rashodi ionako su pod pritiskom prihoda koji su manji od očekivanih pa je izgledno jedino smanjenje državne potrošnje. Rast konkurentnosti hrvatskog gospodarstva i stvaranje bolje poduzetničke klime svakako bi donijeli investicije potrebne za pokretanje novog proizvodnog ciklusa. S obzirom na to da nas i ove godine, unatoč blagim pozitivnim stopama rasta u drugoj polovini, čeka kontrakcija gospodarstva, nužno je provesti najavljene reforme koje će kratkoročno smanjiti ekonomsko blagostanje, ali će i staviti hrvatsko gospodarstvo u povoljniju startnu poziciju za budućnost te omogućiti postizanje stabilnog i održivoga gospodarskog rasta.

Niski inflatorni pritisci nastavili su se i u drugom tromjesečju. I dok je u prvom tromjesečju niska inflacija, mjerena indeksom potrošačkih cijena, uvelike bila posljedica utjecaja baznog razdoblja, u drugom je tromjesečju taj utjecaj bio sve manji, a sve je više do izražaja dolazio utjecaj slabe domaće potražnje. Pritom je rast inflacije bio gotovo u potpunosti posljedica rasta cijena energije zbog viših cijena sirove nafte na svjetskom tržištu i pada tečaja kune prema američkom dolaru. Budući da je teško očekivati osjetniji oporavak domaće potražnje do kraja godine, stopa inflacije ostat će niska, iako su u drugoj polovini godine vjerojatne nešto veće stope s obzirom na očekivano intenziviranje gospodarske aktivnosti. Nastavak oporavka na inozemnim tržištima vjerojatno će i dalje utjecati na rast cijena nafte kao osnovne proizvodne sirovine pa će se dio inflatornih pritisaka nastalih na toj osnovi prelići u domaće gospodarstvo. Osim toga, treba očekivati i već najavljeno poskupljenje električne energije, što će se odraziti na rast cijena ostalih dobara. Prosječna stopa inflacije za ovu godinu ne bi trebala prijeći 2%.

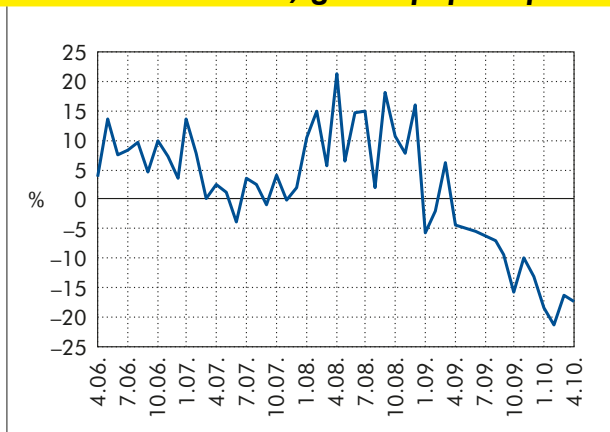
Privremeno zaustavljen rast nezaposlenosti

Izvorni indeks fizičkog obujma industrijske proizvodnje, 2005. = 100



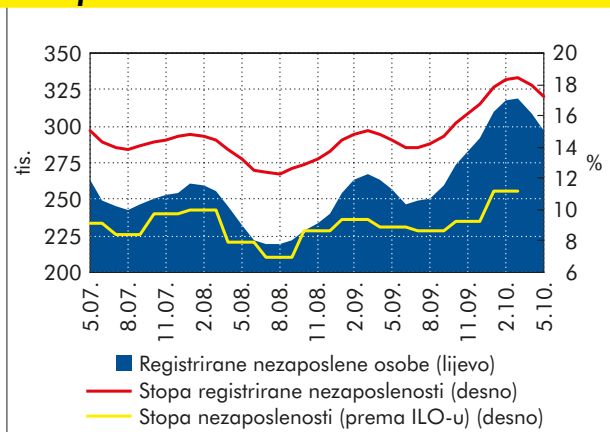
Izvor: DZS

Građevinski radovi, godišnja promjena



Izvor: DZS

Registrirane nezaposlene osobe, stope nezaposlenosti



Izvori: DZS, HZZ

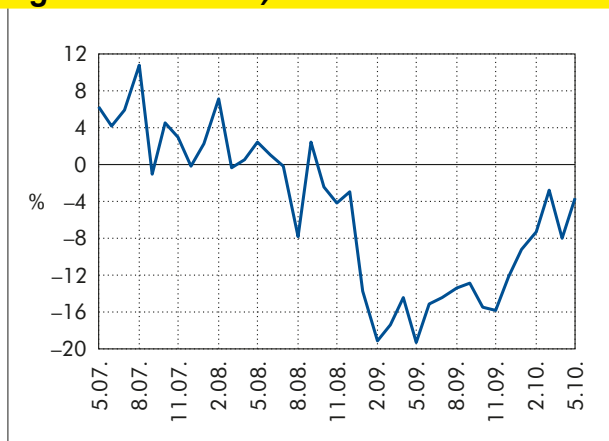
Sva negativna kretanja u strukturi industrijske proizvodnje koja su prisutna od devedesetih naovamo, do punog su izražaja došla u posljednjih godinu i pol. Umjesto na poboljšanje komparativnih prednosti i posljedično povećanje konkurentnosti proizvodnje, a tako i izvoza, industrijska se proizvodnja bazirala na sektore s niskim tehnološkim intenzitetom i manjom dodanom vrijednošću. Za razliku od izvozno orijentiranih zemalja poput Češke ili Slovačke, samo oporavak inozemne potražnje, bez porasta domaće komponente, ne može imati značajniji utjecaj na okretanje negativnog trenda. To su razlozi zbog kojih je i u drugom tromjesečju ove godine industrijska proizvodnja pala. U nastavku godine moguće su tek male pozitivne stope rasta, koje će na razini cijele godine pridonijeti blagoj stopi rasta (od oko 0,5%). Za održivi gospodarski rast i razvoj potrebno je provesti strukturne reforme koje će povećati konkurentnost industrije i njezinog osnovnog čimbenika – produktivnosti rada. S obzirom na to da radna snaga u Hrvatskoj ne može biti cjenovno konkurentna sličnim zemljama, naglasak treba staviti na ulaganje u ljudski kapital, koji može stvoriti veću dodanu vrijednost, pri čemu ključnu ulogu ima obrazovni sustav.

Nakon što je u prvom tromjesečju nezaposlenost dosegla vrhunac od početka recesije, drugo tromjesečje očekivano je donijelo pad nezaposlenosti i vraćanje broja registriranih nezaposlenih ispod 300 tisuća. Takva kretanja dobrim su dijelom posljedica zapošljavanja na sezonskim poslovima te su karakteristična za predsezonu i središnju turističku sezonu pa je o oporavku tržišta rada još prerano govoriti. U prilog tome govori i činjenica da nezaposlenost u odnosu na prošlu godinu i dalje raste. S obzirom na njezin sezonski karakter, na jesen ponovno očekujemo rast nezaposlenosti, dok oporavak ne predviđamo prije početka 2011. Međutim, dugoročno poboljšanje uvjeta na tržištu rada zahtijeva više od pukog čekanja na oporavak gospodarstva. Otprije prisutnim strukturnim problemima nezaposlenosti u Hrvatskoj, koji se očituju nemogućnošću prilagodbe ponude radne snage potražnji, u vrijeme recesije pridružili su se i ciklički problemi odnosno pad ukupne potražnje za robama i uslugama koji se odražava na pad potražnje za radnom snagom. I dok ovaj posljednji u pravilu traje koliko traje i oporavak gospodarstva, za rješavanje problema strukturne nezaposlenosti potrebna je provedba reformi za usklađivanje ponude radne snage s potrebama gospodarstva.



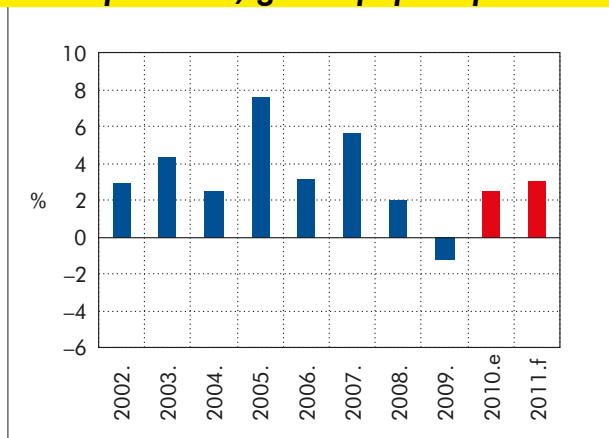
Bez oporavka trgovine, velika očekivanja od turizma

Godišnja stopa rasta prometa od trgovine na malo, realno



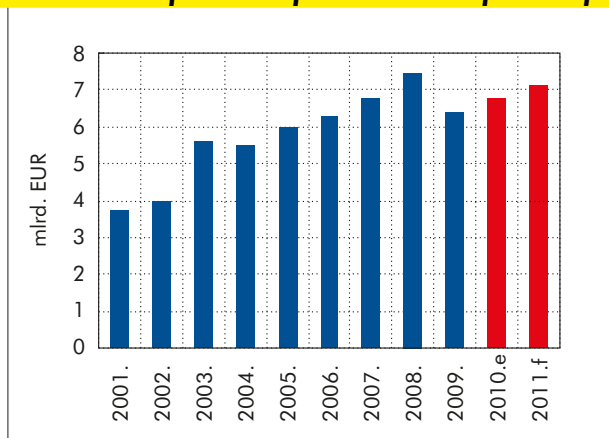
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Noćenja turista, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od putovanja iz bilance plaćanja



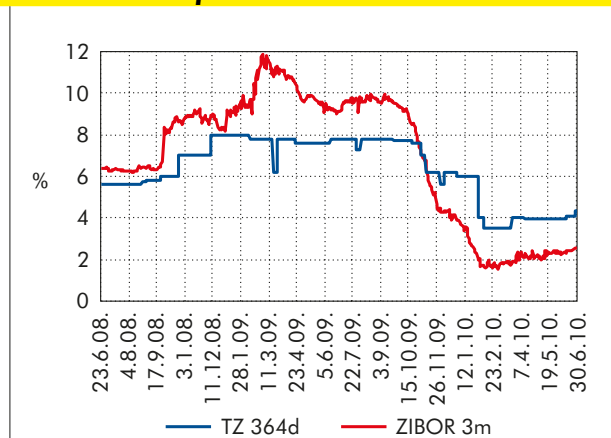
Izvori: HNB, HTZ

Pomalo neočekivano, početak drugog tromjesečja nije donio usporavanje negativnih trendova u malo-prodaji, koja od listopada 2008. ostvaruje negativne stope rasta. Iako je pad trgovine najviše pogodio prodaju motornih vozila, ako ih isključimo iz strukture, maloprodaja i dalje pada. Tako se negativni trendovi osjećaju i u prodaji živežnih namirnica, što je posljedica sniženja cijena kojima su se trgovci prilagodili manjoj potražnji s jedne strane te optimizacije odnosa cijene i kvalitete pri izboru dobara s druge strane. U skladu s nepovoljnim kretanjima u cijelom gospodarstvu, a ponajviše na tržištu rada, potrošači su svoje navike prilagodili neizvjesnosti ostvarivanja budućih dohodaka pa odgađaju kupovinu svih dobara koja im nisu neophodna. Tome u prilog ide i pad potrošačkih kredita banaka uz istodobni rast štednje stanovništva. U drugoj polovini godine možemo očekivati blage pozitivne pomake. Ukidanje niže stope posebnog poreza na plaće, mirovine i ostala primanja moglo bi imati tek pozitivan psihološki učinak na potrošače. Međutim, u suprotnom smjeru zasigurno će djelovati daljnje povišenje administrativno utvrđenih cijena (posebno izgledno povišenje cijene električne energije). Naposljetku, do oporavka u trgovini na malo ne može doći dok se ne poveća raspoloživi dohodak kućanstava, što pretpostavlja oporavak realnog sektora i tržišta rada. Na razini cijele godine očekujemo da će maloprodaja pasti za nešto manje od 3%.

Ove godine od turizma se očekuje da će preokrenuti negativne trendove u domaćem gospodarstvu i povući zemlju iz recesije. Očekivanja se temelje na snažnom utjecaju koji turizam ima na druge djelatnosti. Naime, s udjelom u BDP-u od 15 do 20% te udjelom u ukupnoj zaposlenosti od oko 15%, turizam može multiplikativno djelovati na ostale segmente gospodarstva. U prvih pet mjeseci broj dolazaka stranih turista neznatno se smanjio u odnosu na prethodnu godinu, dok se broj noćenja povećao. U mjesecima pred nama početak oporavka na inozemnim tržištima trebao bi pozitivno utjecati na hrvatski turizam s obzirom na to da u glavnoj turističkoj sezoni strani turisti čine oko 90% ukupnih turista. Međutim, strani su turisti ove godine, pod utjecajem visoke nesigurnosti u brzinu oporavka kojoj su pridonijeli i fiskalni problemi u eurozoni, prilagodili svoju potrošnju. To znači da bi dio stanovništva mogao odustati od putovanja, a veliki dio onih koji se ipak za njih odluče mogao bi smanjiti svoju potrošnju.

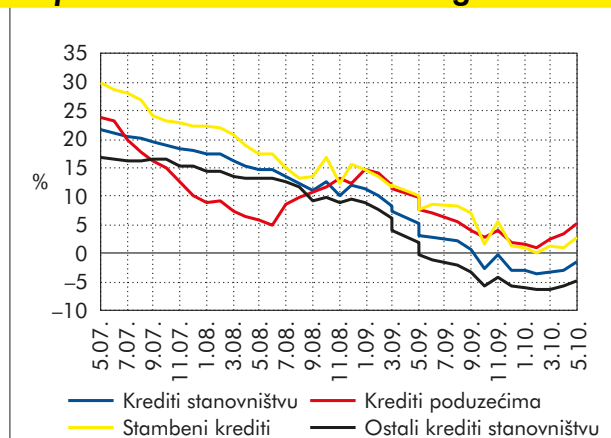
Visoka likvidnost, ali i izostanak plasmana

Kamatne stope



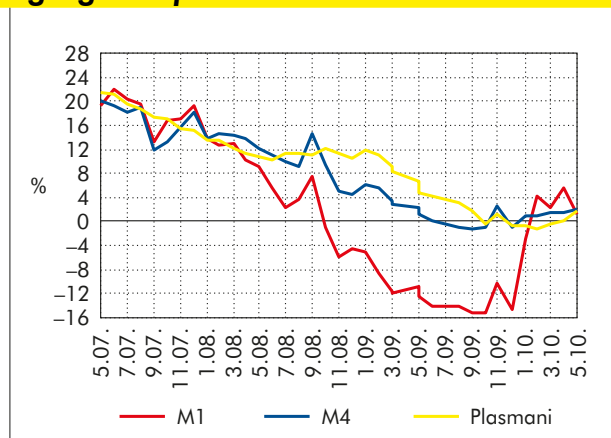
Izvori: reuters.hr, HNB, MF

Stope rasta kredita bankovnog sustava



Izvor: HNB

Godišnje stope rasta monetarnih agregata i plasmana



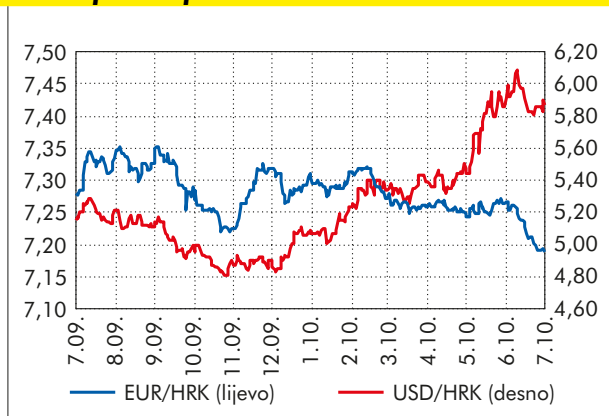
Izvor: HNB

Posljednjih gotovo devet mjeseci bankovni sustav obilježava visoka likvidnost koja umanjuje potrebe banaka za financiranjem njihove primarne likvidnosti putem novčanog tržišta. Posljedično, skromni obujmi trgovanja popraćeni su i niskim kamatnim stopama, koje se nalaze oko petogodišnjih minimuma. Visoka likvidnost ogledala se u svakodnevnom usmjeravanju viškova novčanih sredstava u prekonoćne depozite kod HNB-a zbog izostanka atraktivnijih ulaganja i plasmana. Prosječno dnevno stanje prekonoćnog depozita u prvoj polovini ove godine iznosilo je više od 4,5 mlrd. kuna. U takvim uvjetima nastavlja se i solidan interes ulagatelja za upis trezorskih zapisa pa su unatoč razmjerno visokim potrebama države za refinanciranjem obveza zahtijevani prinosi na kratkoročne državne vrijednosnice imali tendenciju pada. Do kraja godine očekujemo zadržavanje visoke likvidnosti na novčanom tržištu, niske obujme trgovanja, a i kamatne stope najkraćih dospeljeća trebale bi se zadržavati oko sadašnjih niskih razina. Visoke potrebe države za refinanciranjem podržavaju naša očekivanja o nastavku zaduživanja države na kratkoročnom tržištu izdavanjem trezorskih zapisa. Na duljem kraju krivulje, unatoč solidnom interesu investitora, stvara se tendencija rasta prinosa, što će se posljedično odraziti i na kamatne stope najduljih dospeljeća.

Novčana masa ipak se počela blago oporavljati, ali ponajviše zahvaljujući rastu depozitnog novca. Ukupna likvidna sredstva pod utjecajem su usporavanja pada štednih i oročenih depozita. Kanski depoziti nastavljaju padati, a devizni usporavaju svoj rast te samo održavaju realna kretanja u gospodarstvu. Rast kreditne aktivnosti banaka uglavnom se odnosi na poduzeća i državu, pri čemu je ipak pozitivno to što je utjecaj kreditiranja privatnih poduzeća sve značajniji. Međutim, porast kredita poduzećima utemeljen na mjerama Vlade za pomoć gospodarstvu (A i B model) postupno se iscrpljuje. Na kreditiranje stanovništva i dalje će negativno utjecati niska kreditna sposobnost zbog očekivanog nastavka smanjivanja zaposlenosti nakon isteka ljetnoga sezonskog zapošljavanja te sniženje realnog raspoloživog dohotka preostalih zaposlenika (visoka porezna opterećenja, smanjenje realnih plaća, rast administrativno utvrđenih cijena). S obzirom na očekivanja u realnom sektoru i na tržištu rada ne vidimo osnovu za značajniji oporavak monetarnih agregata, tako da bi i novčana masa i ukupna likvidna sredstva na kraju godine mogle imati tek blagu godišnju stopu rasta.

Dominacija aprecijacijskih pritisaka na kunu

Srednji tečaj HNB-a



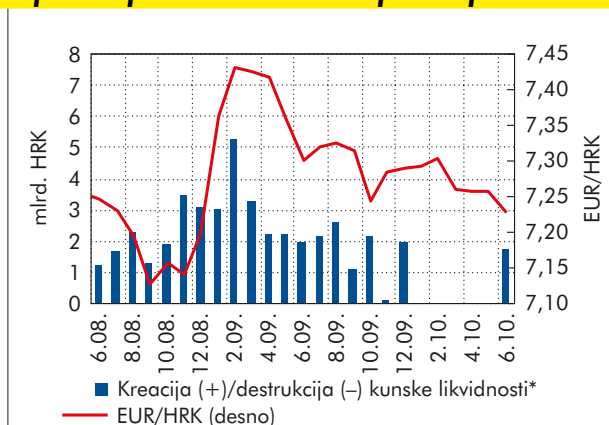
Izvor: HNB

Srednji tečaj HNB-a

Valuta	Srednji tečaj 30.6.2010.	Promjena u odnosu na: 31.12.2009.		
		Tečaj	Kretanje	%
EUR	7,1935	7,3062	↓	-1,54
USD	5,8972	5,0893	↑	15,88
CHF	5,4221	4,9094	↑	10,44
GBP	8,8710	8,0740	↑	9,87

Izvor: HNB

Operacije HNB-a i srednji tečaj



* Ukupan učinak deviznih intervencija i obratnih repo aukcija na kretanje novčane mase; Izvor: HNB

Prognoza tečaja

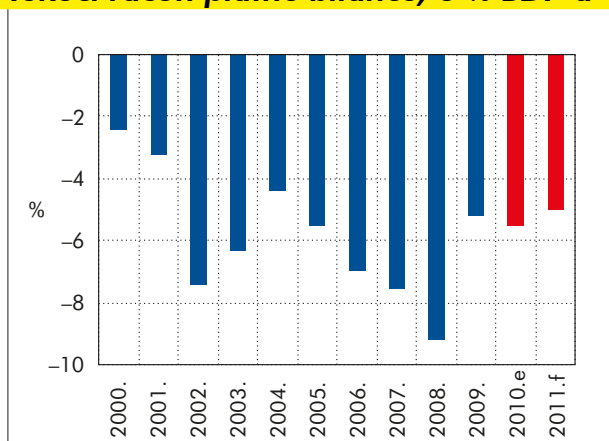
	2010.e	2011.f
EUR/HRK, pr	7,28	7,30
EUR/HRK, kr	7,32	7,32
USD/HRK, pr	5,83	6,24
USD/HRK, kr	6,10	6,37

Visoka likvidnost, niske kamatne stope, znatno niži robni uvoz (i posljedično manja potražnja za devizama) te priljev deviza od kvazidržavnog zaduživanja u inozemstvu podržavali su i u drugom tromjesečju aprecijacijske pritiske na domaću valutu. Dodatni pritisak na jačanje kune izazvalo je očekivanje izdanja domaće državne obveznice s valutnom klauzulom, što je motiviralo institucionalne investitore da pripreme devizne pozicije za nesmetano sudjelovanje u emisiji. Posljedica toga je i spuštanje srednjeg tečaja na tečajnici Hrvatske narodne banke na razine ispod 7,19 kuna za euro odnosno na najniže razine u posljednjih godinu i pol. Tijekom prvih šest mjeseci ove godine kuna je ojačala za nešto više od 1% prema euro i usprkos aprecijacijskim pritiscima tečaj je bio manje volatilan nego proteklih godina. Hrvatska narodna banka je krajem lipnja (prvi put u 2010. godini) i početkom srpnja intervenirala tri puta na deviznom tržištu radi zaustavljanja aprecijacijskih pritisaka te otkupila devize od poslovnih banaka (u ukupnoj vrijednosti od 363,7 mil. eura).

Nakon izdanja državne obveznice trgovanje na deviznom tržištu trebalo bi se vratiti na razine iznad 7,20 kuna za euro. Međutim, značajniji rast tečaja ograničen je priljevom deviza od turizma, daljnjim padom uvoza roba i smanjenim zaduživanjem korporativnog sektora na inozemnim tržištima kapitala. Konverzija deviza u domaću valutu od izdanja međunarodne obveznice nominirane u dolarima na inozemnim tržištima kapitala (nominalnog iznosa od 1,25 mlrd. dolara) zasigurno će se izvršiti polagano preko središnje banke bez značajnijeg utjecaja na tečaj. Stoga nema opasnosti od deprecijacijskih pritisaka prije jeseni, a aprecijacijski pritisci koji su uobičajeni za središnju turističku sezonu zasigurno će biti manje izraženi nego prethodnih godina. Osim toga, u slučaju većih pritisaka na tečaj HNB će zasigurno ponovno intervenirati na tržištu te dosljedno provoditi politiku stabilnog tečaja. Smatramo da će se do kraja godine tečaj kune održavati u rasponu od 7,20 do 7,32 kuna za euro. Rast tečaja očekujemo nakon završetka sezone, ali ne treba očekivati izražena deprecijacijska kretanja, već nastavak kretanja tečaja na razinama iz prvog tromjesečja ove godine, međutim uz tendenciju dosezanja gornjih razina raspona tečaja. Stoga bi cijelu 2010. mogla obilježiti visoka stabilnost tečaja uz izostanak značajnijih sezonskih oscilacija te uz tendenciju jačanja kune u odnosu na euro.

Pad uvozne aktivnosti smanjuje deficit tekućeg računa

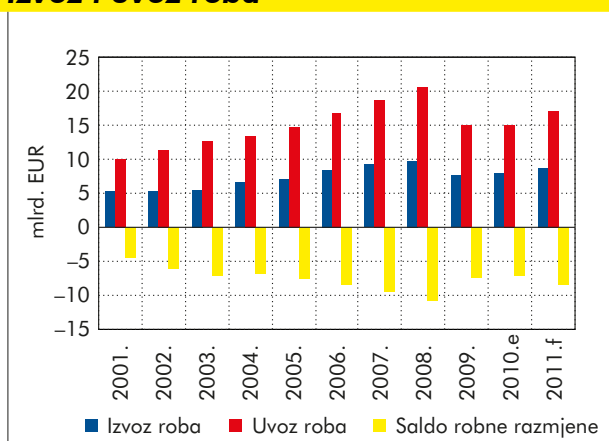
Tekući račun platne bilance, u % BDP-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

U skladu s nastavkom pada ekonomske aktivnosti početkom ove godine, deficit tekućeg računa bilance plaćanja i dalje pada, i u apsolutnom i u relativnom iznosu. U prvom tromjesečju iznosio je 1,4 mlrd. eura, što je za 23,9% manje nego u istom razdoblju prošle godine. Posljedično, uz daljnji pad BDP-a smanjio se i udio deficita tekućeg računa u BDP-u na 4,4%. Budući da račun roba čini najznačajniju stavku računa tekućih transakcija, relativno snažan pad deficita na tom računu najviše je utjecao na smanjenje ukupnog deficita. Manji robni deficit posljedica je rasta izvoza uz istodobno smanjenje uvoza. S obzirom da podaci o robnoj razmjeni za travanj i svibanj upućuju na intenziviranje rasta izvoza roba pod utjecajem početka oporavka inozemne potražnje, a domaća potražnja još je i suviše slaba da bi potaknula uvoz, i u drugom tromjesečju možemo očekivati relativno nizak deficit. Do kraja godine, pozitivna kretanja u vanjskotrgovinskoj razmjeni mogla bi splasnuti zbog očekivanoga blagog oporavka domaće potražnje te osobito uzme li se u obzir tendencija rasta cijena energenata. Iako očekujemo da će izravna inozemna ulaganja tek blago porasti u odnosu na 2009., zbog zamjetnog pada deficita tekućeg računa njegov će se iznos u velikom dijelu uspjeti financirati izravnim inozemnim ulaganjima, koja predstavljaju najpovoljniji način financiranja deficita.

Izvoz i uvoz roba



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Vanjski dug i udjeli

Tromjesečja	Vanjski dug (u mil. EUR)	Vanjski dug:		Međunarodne pričuve (udio u vanjskom dugu)
		u % BDP-a	u % izvoza robe i usluga	
I.07.	30.149	75,4%	176,1%	31,6%
II.07.	31.058	75,9%	175,8%	29,5%
III.07.	31.227	74,5%	172,1%	28,2%
IV.07.	32.929	76,9%	179,9%	28,3%
I.08.	34.963	79,5%	188,2%	28,1%
II.08.	35.403	78,3%	185,6%	28,1%
III.08.	36.247	77,9%	182,8%	27,1%
IV.08.	40.316	85,1%	202,5%	22,6%
I.09.	40.308	85,7%	206,4%	22,0%
II.09.	41.823	89,8%	225,8%	21,7%
III.09.	42.852	93,6%	255,7%	21,7%
IV.09.	44.583	98,2%	276,2%	23,3%
I.10.	44.564	98,2%	274,3%	22,5%

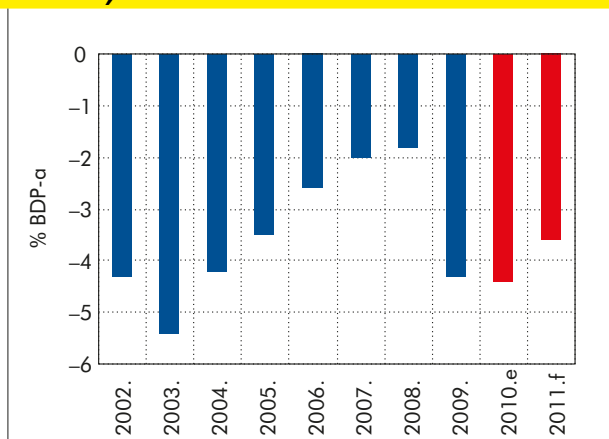
Izvor: HNB

Kako smo i očekivali, niska domaća potražnja, koja je godinama bila financirana inozemnim zaduživanjem, i ograničene mogućnosti poslovanja domaćih poduzeća utjecali su na manju potražnju za inozemnim financiranjem. Štoviše, na kraju prvog tromjesečja bruto inozemni dug blago se smanjio u odnosu na kraj 2009., ponajprije pod utjecajem smanjenja duga središnje države, koja je u veljači otplatila euroobveznicu vrijednu 500 mil. eura. Sve do lipnja inozemni dug trebao bi rasti usporenom dinamikom, pri čemu će rastu značajnije pridonositi jedino zaduživanje kvazi državnih poduzeća. Prema kraju godine, zbog visokih potreba države za refinanciranjem starih i financiranjem novih obveza očekujemo jači intenzitet zaduživanja. To potvrđuje izlazak na inozemno tržište kapitala početkom srpnja, i to povećanjem duga po već izdanoj dolarskoj obveznici za dodatnih 1,25 mlrd. dolara. Budući da za ovu godinu predviđamo pad BDP-a, rast inozemnog duga, iako blaži nego prethodnih godina, dovest će do rasta udjela vanjskog duga u BDP-u na preko 102%.



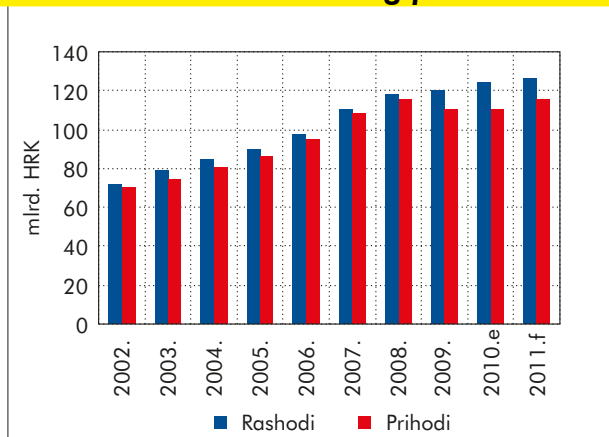
U iščekivanju rebalansa

Deficit proračuna konsolidirane opće države, u % BDP-a



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Prihodi i rashodi državnog proračuna*



* procjena MF-a

Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Javni dug

mil. HRK	Dug opće države	Udio u BDP-u bez jamstava i HBOR-a, u %	Jamstva	Ukupan javni dug*	Udio u BDP-u
2002.	72.632	34,9	16.079	92.536	44,4
2003.	81.373	35,8	15.419	101.718	44,8
2004.	92.955	37,9	12.262	111.059	45,2
2005.	101.485	38,4	12.455	121.079	45,8
2006.	102.513	35,8	14.188	124.388	43,4
2007.	104.471	33,2	17.399	131.532	41,9
2008.	100.146	29,3	33.836	144.795	42,3
2009.	117.934	35,4	37.480	167.856	50,4
2010.e	131.164	39,0	36.480	180.086	53,6
2011.f	141.685	40,1	35.480	189.607	53,7

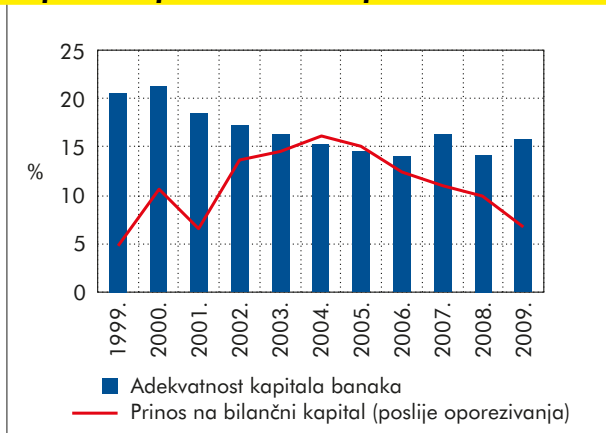
* sa HBOR-om i jamstvima

Izvori: MF, DZS, Raiffeisen istraživanja

Nastavak kontrakcije gospodarstva, povećanje nezaposlenosti i pad nominalnih plaća očekivano su utjecali na manji priljev prihoda u proračun u prvoj polovini godine. Očekivano, najveći pad zabilježen je u doprinosima te kod prihoda od poreza na dobit i dohodak, prihodi od PDV-a blago su rasli isključivo zahvaljujući podizanju njegove stope, a pad prihoda ublažio je posebni porez na plaće i ostale primitke te povećani priljev na osnovi trošarina. Istodobno, rashodi državnog proračuna nastavili su rasti bez značajnije promjene u strukturi, tako da su sredstva uglavnom usmjerena u socijalne transfere i naknade za zaposlene. Investicijska aktivnost države je prekinuta, a naznake toliko poželjnih reformi su izostale. Zbog izostanka političkoga konsenzusa te zbog pritiska različitih interesnih skupina bitne promjene u strukturi proračuna vrlo vjerojatno se neće dogoditi ni ove godine. Manjak u državnoj blagajni u prvoj polovini 2010. bio je znatno veći od planiranoga. Naime, od planiranog manjka od 8,6 mlrd. kuna za cijelu godinu 7,7 mlrd. kuna ili devedeset posto već je ostvareno u prvih šest mjeseci. Država je posljednjim izdajem međunarodne obveznice nominirane u dolarima uspjela financirati njegov veći dio. Potrebe države ostaju visoke pa je već nakon tjedan i pol dana država najavila izlazak i na domaće tržište kapitala. Rebalans proračuna je u pripremi, što je i očekivano s obzirom na primjenu određenih mjera iz Vladinog Programa gospodarskog oporavka (poput izmjena poreza na dohodak), kao i većeg deficita od planiranoga. U drugoj polovini godine očekuje se izdašnije punjenje državnog proračuna, dijelom zbog turističke sezone, a dijelom zbog početka oporavka domaće potražnje. Ipak, uz očekivani pad bruto domaćeg proizvoda, past će i porezna osnovica i neporezni prihodi, a dodamo li k tome i mogućnost aktiviranja državnih jamstava, deficit državnog proračuna mogao bi nadmašiti i naša očekivanja. Osim toga, zabrinjava i brzina i struktura rasta javnog duga te državnih jamstava s obzirom na veliku vjerojatnost njihovog protestiranja. Iako se još uvijek nalazimo ispod kriterija iz Maastrichta od 60% BDP-a, na trenutačnoj razini gospodarskog razvoja i uz dosadašnju dinamiku zaduživanja, a bez praktične namjere smanjivanja državnih rashoda, postaje upitna održivost javnog duga. Sasvim je sigurno da postojeće porezno opterećenje i realnog sektora i stanovništva ne ostavlja mnogo prostora te da konačno treba krenuti s velikim reformama i s rezanjem rashodne strane proračuna usmjerene u tekuću potrošnju.

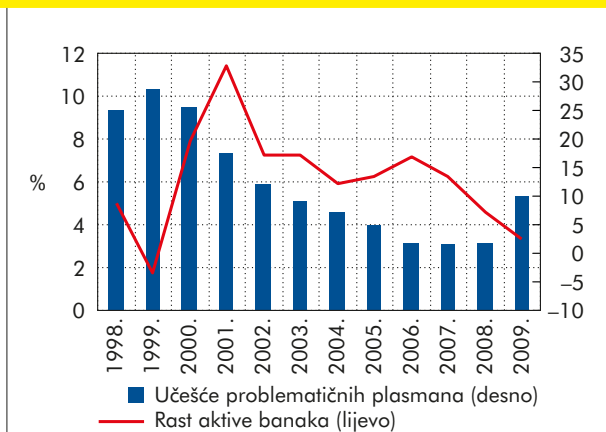
Snižena stopa povrata na kapital banaka

Kretanje koeficijenta adekvatnosti kapitala i prinosa na kapital



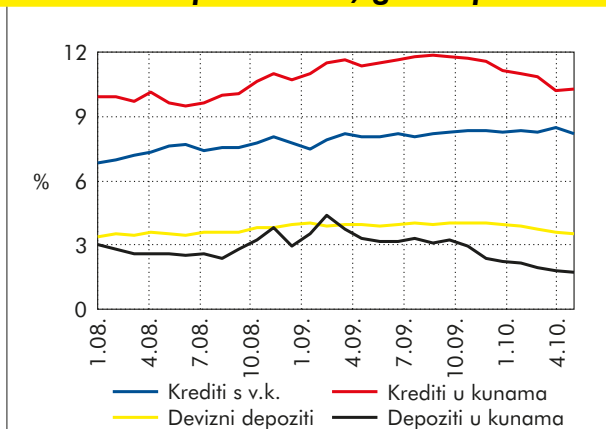
Izvor: HNB

Učešće problematičnih plasmana i rast aktive banaka



Izvor: HNB

Kamatne stope banaka, godišnje



Izvor: HNB

Kretanja u bankovnom sustavu u protekloj godini obilježilo je zaustavljanje rasta kreditnog portfelja i ukupne imovine banaka, povećanje učešća problematičnih plasmana u ukupnim plasmanima banaka te smanjenje stope povrata na uloženi kapital. Kreditni portfelj u 2009. povećao se za samo 2,3%, ali i taj se rast ostvario samo zahvaljujući povećanju plasmana državi, koja je u prvom polugodištu prošle godine financirala rastući deficit iz kreditnog potencijala banaka. U drugom polugodištu razina zaduženosti države u bankama je stagnirala, kao i iznos ukupnoga kreditnog portfelja banaka. U 2010. godini izostanak deprecijacijskih pritiska omogućava da se trajno održava visoka likvidnost banaka, čime jača pritisak na snižavanje kamatnih stopa, prvo na međubankovnom tržištu, a potom i prema klijentima banaka. Time je omogućeno jačanje potražnje za kreditima poduzeća kojima je intervencijom države – preuzimanjem dijela rizika zajmoprimca smanjen kreditni rizik.

Nažalost, problemi u servisiranju državnih dugova u perifernim europskim zemljama odražavaju se na rast premija rizika i za hrvatski dug. Posljedično raste cijena financiranja hrvatskih banaka koja dovodi do pritiska na ponovni rast kamatnih stopa na kredite. Također, u nepovoljnim uvjetima za emisiju državnog duga na inozemnim financijskim tržištima raste potražnja države za kreditima, što smanjuje višak likvidnosti u bankama.

Potencijal države da preuzimanjem dijela kreditnog rizika zajmoprimca utječe na snižavanje kamatnih stopa ograničenog je dosega dok god se ne uvede red u plaćanje obveza između poduzeća. Neizvjesnost naplate potraživanja koči proces gospodarskog oporavka jer smanjuje motivaciju poduzeća za preuzimanje poslovnog rizika. Usporedno se povećavaju problemi u servisiranju obveza poduzeća prema bankama, što se rastom kreditnog rizika odražava na daljnje povećanje kamatnih stopa na kredite. Znači da kretanje kamatnih stopa na kredite ovisi o rizičnosti države i o kretanju rizičnosti klijenata banaka. Prvi čimbenik ekonomska politika ne može potpuno kontrolirati, dok drugi izravno ovisi o uspjehu provođenja mjera gospodarskog oporavka u dijelu naplate potraživanja poduzeća. Do kraja godine predviđamo zaustavljanje trenda pada kamatnih stopa.

Globalni oporavak određuje rast potražnje za naftom

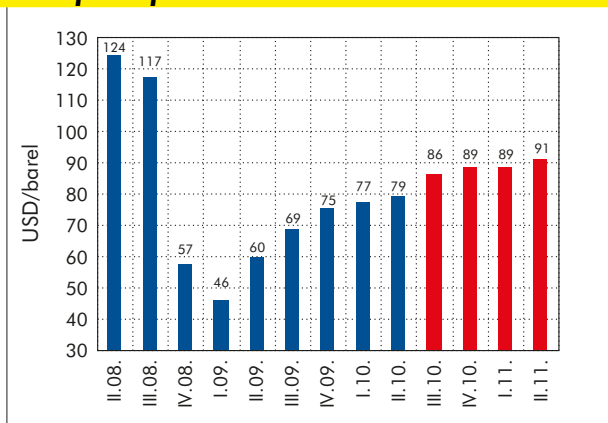
U drugom tromjesečju cijene nafte nisu toliko bile pod utjecajem razmjerno dobrih makroekonomskih pokazatelja u SAD-u i eurozoni koliko su njihovo kretanje određivali izljev nafte u Meksički zaljev i fiskalna kriza u eurozoni. Prosječna cijena sirove nafte (WTI) na burzi u New Yorku u spomenutom je tromjesečju iznosila 78,1 dolara po barelu, dok je u istom tromjesečju prošle godine iznosila 59,8 dolara po barelu. Nakon što se na samom početku svibnja popela iznad 86 dolara po barelu, u sljedeća tri tjedna cijena sirove nafte spustila se do 68, a do kraja tromjesečja vratila se na razine između 70 i 80 dolara po barelu.

Prema posljednjem izvještaju Međunarodne agencije za energiju (IEA) očekivana potražnja za naftom blago je revidirana na više (za 60 kb/d) pa za ovu godinu trenutno iznosi 86,4 mb/d, što je re-

zultat nešto veće dosadašnje potražnje u zemljama članicama OECD-a, posebice u Sjevernoj Americi, dok je u Europi, čiji oporavak ide nešto sporijom dinamikom nego u SAD-u, potražnja blago pala. Tako se nakon snažnog pada potražnje za sirovom naftom prošle godine, ove godine očekuje rast potražnje za 2%. Ukupna proizvodnja sirove nafte, prema procjenama IEA, smanjila se u svibnju za 575 kb/d te iznosi 86,3 mb/d, prije svega kao posljedica pada proizvodnje zemalja koje nisu članice OPEC-a. Pad proizvodnje zemalja članica OPEC-a ublažen je rastom proizvodnje u Iraku.

Spomenuta fiskalna kriza i njezina prijetnja brzini oporavka eurozone, ali i ukupnoga svjetskoga gospodarstva vjerojatno će u kratkom i srednjem roku najviše utjecati na očekivanu potražnju za naftom. Uz to, treba istaknuti i problem održivosti rasta potražnje u Kini, za koju se očekuje da će ukupnom porastu potražnje u ovoj godini doprinijeti sa 40%, a u sljedećih pet godina očekuje se da će se taj doprinos popeti na 45%. Naime, zbog razmjerno snažnog rasta, čak i u vrijeme recesije te straha od "pregrijavanja" gospodarstva kineska središnja banka planira mjere za usporavanje rasta. Osim toga, zbog međupovezanosti tržišta usporavanje rasta zemalja članica OECD-a može se negativno odraziti na potražnju za naftom Kine, koja je izrazito izvozno orijentirana. Na strani ponude u srednjem roku najveći utjecaj mogao bi imati izljev nafte u Meksički zaljev, koji će vjerojatno bitno postrožiti propise za eksploataciju nafte ne samo u SAD-u, nego i u drugim zemljama. Do kraja godine možemo očekivati daljnji rast očekivane potražnje za naftom, kao i rast cijena nafte, ali pod utjecajem navedenih čimbenika moguće su zamjetne oscilacije.

Cijena sirove nafte Brent, prosjek po tromjesečjima



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

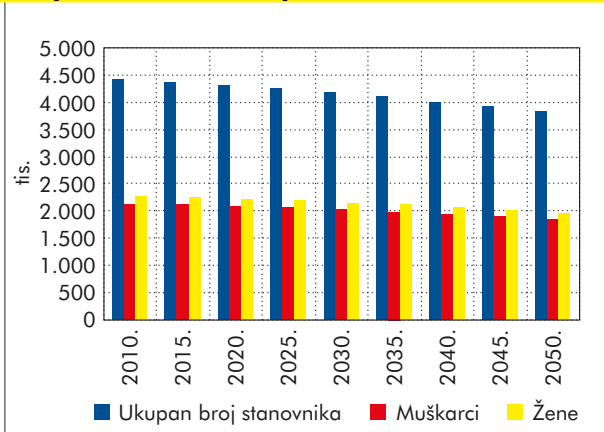
Svjetska potražnja za sirovom naftom, u mil. barela po danu

	2008.	2009.	2010.e	2011.f	2012.f	2013.f	2014.f
Optimistični scenarij – u slučaju višeg rasta svjetskog BDP-a							
Zemlje OECD-a	47,6	45,5	45,5	45,4	45,2	45,0	44,8
Zemlje izvan OECD-a	38,6	39,3	40,8	42,1	43,4	44,8	46,0
Svijet	86,2	84,9	86,3	87,5	88,7	89,8	90,9
Pesimistični scenarij – u slučaju nižeg rasta svjetskog BDP-a							
Zemlje OECD-a	47,6	45,5	45,5	45,1	44,8	44,3	43,9
Zemlje izvan OECD-a	38,6	39,3	40,5	41,3	42,0	42,6	43,1
Svijet	86,2	84,9	85,9	86,4	86,8	86,9	87,0

Izvor: IEA

Demografska kretanja – teret budućih generacija

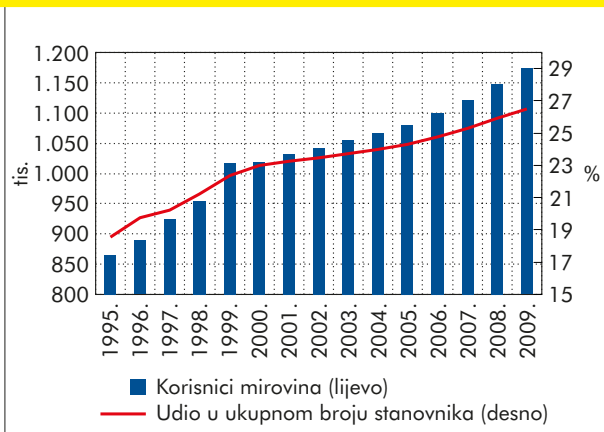
Broj stanovnika Republike Hrvatske



Izvor: UN (Populacijski odjel)

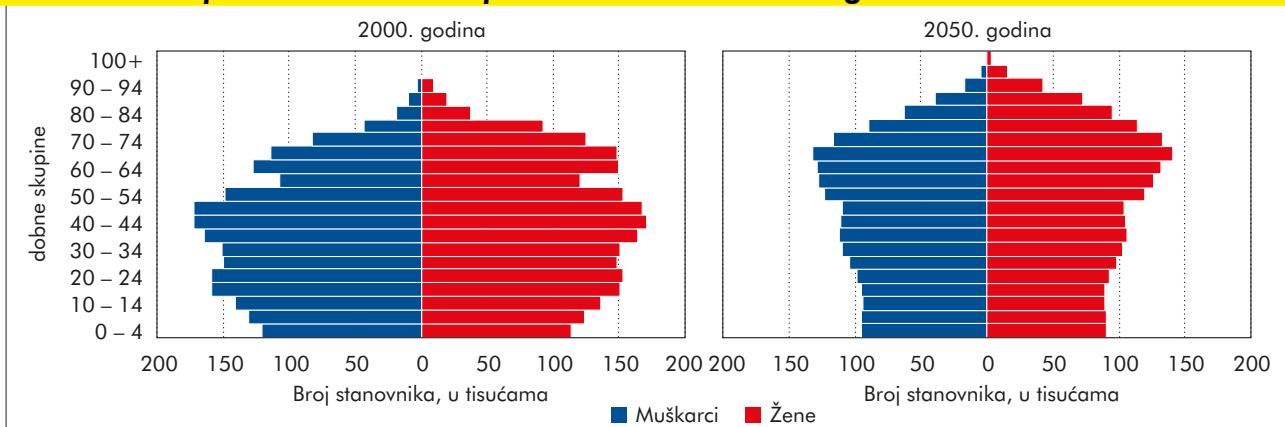
Demografski trendovi koji su obilježili drugu polovinu 20. stoljeća ostvarili su znatan utjecaj na strukturu stanovništva u prvom desetljeću 21. stoljeća, a s obzirom na današnje perspektive, vidljive promjene nabolje neće se dogoditi ni u daljoj budućnosti. Još od početka 90-ih godina 20. stoljeća demografsku sliku Hrvatske obilježila je depopulacija, koja je posljednjih deset godina rezultirala negativnim prirodnim prirastom odnosno većim brojem umrlih od živorođenih. Navedeno je popraćeno procesom starenja stanovništva. Iako podaci iz posljednjeg popisa stanovništva 2001. nisu potpuno usporedivi s prijašnjim popisima (s obzirom na to da su provedene određene promjene u koncepciji popisivanja), proces depopulacije, a uz njega i proces starenja stanovništva zadržali su se u posljednjem međupopisnom razdoblju (1991. – 2001.) te traju i danas. Parcijalni depopulacijski procesi počeli su još krajem 50-ih, i to ponajprije u ženskog stanovništva, dok je od druge polovine 60-ih godina započeo proces ukupne (muške i ženske) depopulacije. U isto vrijeme, uz Hrvatsku, navedeni procesi nisu zaobišli ni razvijene europske zemlje, kao primjerice Austriju, Njemačku, Norvešku ili Švedsku. Najrazvijenija društva Europe ni danas nisu u potpunosti riješila problem depopulacije, progresivnog smanjenja priljeva mladih u radnu dob i progresivnog povećanja priljeva u umirovljeničku dob. U tranzicijskim zemljama, koje su provodile stimulativnu populacijsku politiku za usporavanje pada nataliteta i prirodnog prirasta, proces depopulacije i starenja stanovništva počeo je kasnije – početkom 1990. Zbog nedostatka slične populacijske politike u Hrvatskoj, zbog stanovništva koje je stradalo u ratu s jedne strane te

Korisnici mirovina



Izvori: HZMO, Raiffeisen istraživanja

Stanovništvo prema dobnim skupinama u 2000. i 2050. godini



Izvor: UN (Populacijski odjel)

zbog pojačane emigracije s druge strane izostao je pozitivan učinak imigracijskog vala u Republici Hrvatskoj (prije svega iz Bosne i Hercegovine) te se nastavio depopulacijski trend s početka 90-ih.

Osim procesa depopulacije, u Hrvatskoj je izražen i proces starenja stanovništva. Starenje stanovništva sa sobom donosi smanjenje broja i udjela radno aktivnog stanovništva. Priljev mladih generacija u radnu snagu sve je manji, dok je istodobno odljev starijih generacija iz ekonomski aktivnog stanovništva sve veći. Također, u razdoblju tranzicije vrlo se često problem nezaposlenosti rješavao ranim umirovljenjem pa se sve veći pritisak stvara na mirovinski sustav i proračun. Danas je tek 55% umirovljenika svoje pravo na mirovinu ostvarilo starosnim umirovljenjem. Njih 23% ostvaruje pravo na invalidsku mirovinu, dok preostalih 22% ostvaruje pravo na obiteljsku mirovinu.

Zbog nedostatka reformi koje su potrebne na području tržišta rada i mirovinskog sustava vrlo je teško ostvariti više stope zaposlenosti. Raste i pritisak na sustav mirovinskog osiguranja. Uzmemo li u obzir kretanje omjera potencijalne potpore odnosno činjenicu da na jednog umirovljenika dolazi sve manji broj potencijalnih radnika, pitanje je koliko je takav sustav održiv. Iz godine u godinu umirovljenika će biti sve više, a priljev mlađih generacija u radnu snagu bit će sve manji. Prema procjenama UN-a stopa ovisnosti starijeg stanovništva (65 i više godina) u odnosu na stanovništvo u radnoj dobi (15 – 64 godine) u Hrvatskoj mogla bi porasti s 26% u 2010. godini na 49% u 2050.

Nužne reforme među ostalima trebale bi biti usmjerene na veću fleksibilnost tržišta rada, veću mobilnost radne snage i povećanje stope aktivnosti žena. U godinama koje slijede ne treba isključiti ni mogućnost produljenja radnog vijeka, pooštavanje uvjeta za odlazak u povlaštene i invalidske mirovine, kao i pokušaje da dio mlađih umirovljenika barem privremeno ponovno postane dio radne snage. Uz sve to nepovoljne demografske trendove moguće je tek ublažiti sveobuhvatnom nadstranačkom pronatalitetnom populacijskom politikom. Naime, riječ je o dugoročnim, ponajprije ekonomskim interesima. Iskustva razvijenih država pokazuju da rješavanje demografskih problema imigracijskom politikom naposljetku rezultira porastom socijalnih izdataka u slučaju uvoza niže obrazovane snage, a

uvozna visokoobrazovana radna snaga traži i višu cijenu rada.

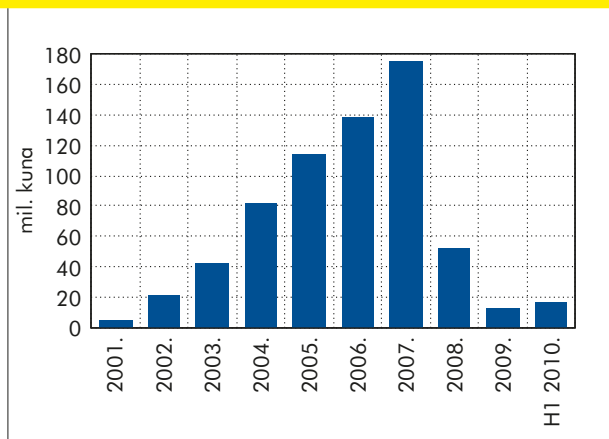
Nadalje, starenje stanovništva čini velik izazov i za zdravstveni sustav budući da starenjem stanovništva rastu i ukupni troškovi zdravstvenog sustava, što uzrokuje rast potražnje za bolničkim uslugama te rast potrošnje lijekova. U zdravstvenim sustavima pojedinih zemalja, između ostalog i u Hrvatskoj, još nisu provedene prilagodbe s pomoću kojih bi proces sve većeg broja starijeg stanovništva što manje naštetio gospodarstvu. Najvažnije mjere za kontrolu potrošnje u zdravstvu trebale bi se oslanjati na alternativne i jeftinije oblike pružanja zdravstvenih usluga, uz efikasnije korištenje mjera preventivne zdravstvene zaštite.

Očito je kako zbog svih navedenih činjenica starenje stanovništva ostavlja tragove na fiskalni sustav, dovodeći u pitanje održivost sustava javnih financija. Većina budućih projekcija za Hrvatsku upućuju na manji iznos prikupljenih proračunskih prihoda na osnovi doprinosa za mirovinsko osiguranje, ali i ostalih doprinosa za socijalno osiguranje. Udio mirovinskih doprinosa u ukupnom BDP-u bi prema najoptimističnijem scenariju mogao pasti s procijenjenih 7,5% u 2010. na 4,1% u 2050. Budući da navedeni prihodi čine razmjerno visok udio u ukupnim proračunskim prihodima (36% u 2009.), očekivani pad prihoda od doprinosa pod utjecajem starenja populacije očito upućuje na problem kojem treba posvetiti pažnju. S druge strane, uzmemo li u obzir visinu rashoda na osnovi socijalnih naknada, koji imaju najveći udio u ukupnim proračunskim rashodima, a vidljiv je i trend njihova godišnjeg rasta (sa 46% u 2008. na 48% u 2009.), očito je da će i budući rashodi biti sve veći. Dodatni problem nameće činjenica da prikupljeni doprinosi za mirovinsko osiguranje u sve manjoj mjeri pokrivaju izdatke za isplatu mirovina.

Navedena kretanja i pretpostavke koje proizlaze iz pojave starenja stanovništva (očekivani rast proračunskih rashoda te manji iznosi prikupljenih prihoda) uz odgodu i izostanak strukturnih reformi ne ostavljaju nam prostora za optimistična očekivanja u pogledu proračunskih deficita i javnog duga. Naposljetku, postavlja se samo pitanje nije li krajnje vrijeme da postanemo odgovorni prema budućim generacijama.

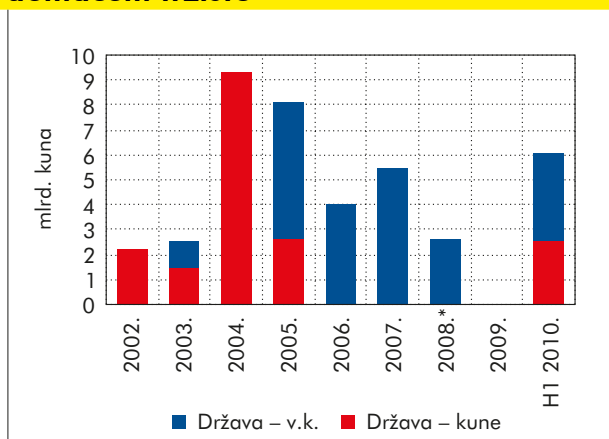
Fiskalna prilagodba na europsku realnost

Prosječni dnevni promet domaćih obveznica



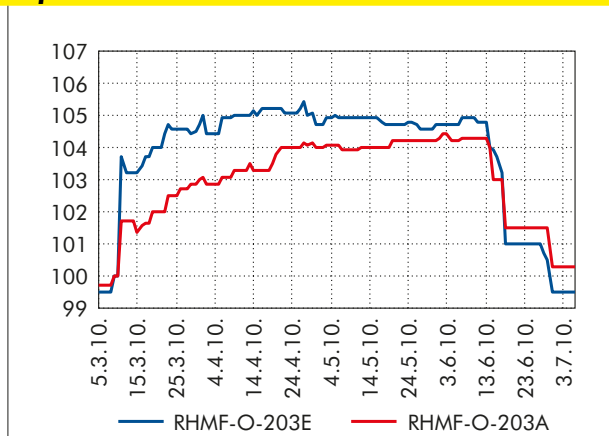
Izvor: Zagrebačka burza

Izdanja državnih obveznica na domaćem tržištu



*2-godišnji trezorski zapis MF-a. Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Cijene domaćih obveznica



Izvor: Raiffeisen Istraživanja

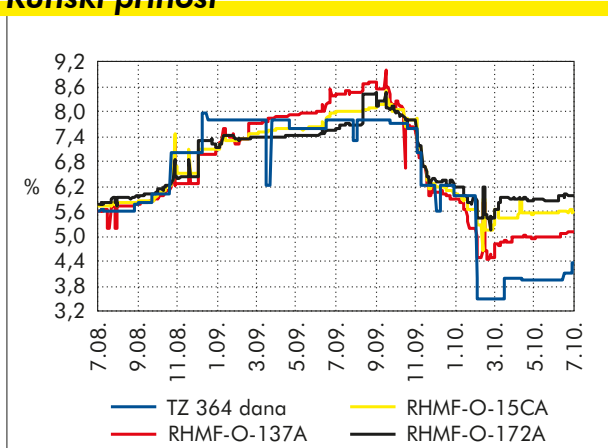
Drugo tromjesečje bilo je veoma teško na tržištu euroobveznica zbog nepovoljne situacije u Grčkoj te fiskalne krize koja je eskalirala u Europi. U eurozoni se pokušalo naći rješenje osnivanjem fonda pomoći za svoje članice, vrijednog 750 mlrd. eura, dok je ESB radi smirivanja tržišta odlučila početi s kupnjom državnih obveznica na sekundarnom tržištu. Averzija prema riziku ipak je porasla, a proširili su se zahtijevani prinosi perifernih članica eurozone u odnosu na usporedive njemačke vrijednosnice, kao i CDS-ovi. Ni dužničke vrijednosnice država Srednje i Istočne Europe nisu ostale imune na navedena događanja. Spreadovi na euroobveznice država regije su se proširili, a države su odgodile planirana izdanja. Preusmjeravanja financijske imovine u sigurna utočišta, američke i njemačke državne obveznice, rezultirala su njihovim povijesno najnižim prinosima. Prema našim očekivanjima većina država, pa tako i Hrvatska, čekat će neki povoljniji trenutak za nova izdanja euroobveznica, a upitno je hoće li se u trenutačnom pesimističnom raspoloženju tržišta to i ostvariti. Naime, sve su glasnije špekulacije o dugotrajnom i sporom oporavku, a situaciju dodatno otežava nužna provedba planova za fiskalnu prilagodbu država Europske unije. Ipak, većina negativnih očekivanja već je uključena u cijenu, tako da veće korekcije cijena ne očekujemo. Naprotiv, globalni tržišni sentiment ipak bi mogao biti obilježen optimizmom u trećem tromjesečju. Stoga bi i prinosi na obveznice država Srednje i Istočne Europe mogli pasti uz sužavanje spreadova u odnosu na referentne njemačke vrijednosnice.

U fokusu interesa ulagatelja na domaćem tržištu obveznica u prvom polugodištu bila su nova državna izdanja početkom ožujka te pripreme za izdanja tijekom ljetnih mjeseci. Radi upisa novih duljih dospijea obveznice tržišni sudionici prodavali su kraća dospijea. Očekivano, osiguravatelji su sredstva usmjeravali u obveznice uz valutnu klauzulu, a mirovinski fondovi u kunske državne obveznice. Osim toga, primijećen je i interes nerezidenata za domaćim izdanjima. Drugo tromjesečje obilježilo je zatišje na tržištu, kao i pritisci na strani ponude te posljedično pad cijena domaćih državnih obveznica i kunskih i s valutnom klauzulom. Prosječan dnevni promet obveznica te likvidnost u prvom ovogodišnjem polugodištu na tržištu kapitala, iako bolji nego u 2009. godini, još su uvijek na niskim razinama.



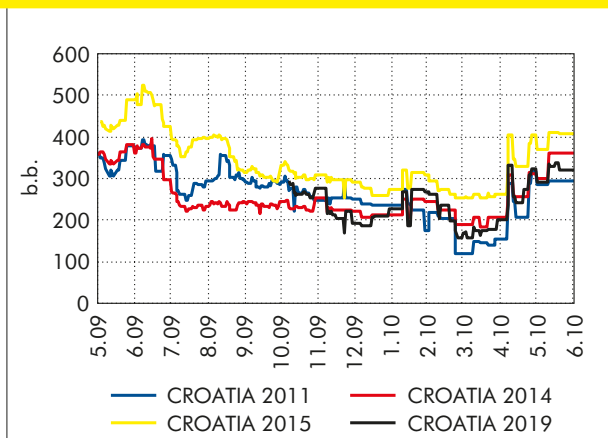
Visoke potrebe za (re)financiranjem i nova izdanja

Kunski prinosi



Izvori: MF, reuters.hr, Raiffeisen istraživanja

Spread iznad benchmarka za euroobveznice



Izvor: Raiffeisen istraživanja

Hrvatska je na samom početku srpnja nakon osam mjeseci ponovno izašla na svjetska tržišta državnog duga izdavanjem međunarodne obveznice nominirane u dolarima (u vrijednosti od 1,25 mlrd. dolara) uz prosječan prinis 6,75% (391 bb iznad prinosa američkih obveznica približnog istog dospijeća). Obveznice dospijevaju u srpnju 2020. uz kupon od 6,625%. S obzirom na visoke potrebe države za refinanciranjem, u srpnju je najavljen ponovni izlazak države na domaće tržište kapitala izdavanjem druge tranše obveznica s desetogodišnjim dospijećem. Planirani iznos izdanja je minimalno 5 mlrd. kuna kunskih državnih obveznica te obveznica uz valutnu klauzulu. Prinisi bi do kraja godine trebali ostati razmjerno stabilni, dok bi se u slučaju poboljšanja globalnog sentimenta mogao očekivati pritisak na pad prinosa. Sasvim je izvjesno da za pokrivanje deficita proračuna neće biti dovoljni porezni i neporezni priljevi u državni proračun te izdavanja trezorskih zapisa Ministarstva financija. Ipak, držimo da će država i ove godine pronaći rješenja za refinanciranje rupa u proračunu, uz produljenje prosječnog dospijeća obveza, ali i uz višu cijenu nego prethodnih godina. Naime, premije rizika i u visoko likvidnom tržištu i uz solidnu potražnju odražavaju visoku averziju prema riziku, ali i odgodu nužnih fiskalnih i strukturnih reformi. Premija na hrvatski dug jedino bi mogla biti pod pozitivnim utjecajem završetka pretpristupnih pregovora s Europskom unijom. To bi imalo značajniji pozitivan učinak samo uz oštre, duboke i obuhvatne reforme koji bi omogućile održivost javnih financija te cjelokupnog rasta i razvoja gospodarstva. U suprotnome, postavlja se pitanje održivosti gospodarske politike, a prije ili kasnije tržište će kazniti neodgovorno i neracionalno ponašanje.

Državne obveznice na domaćem tržištu

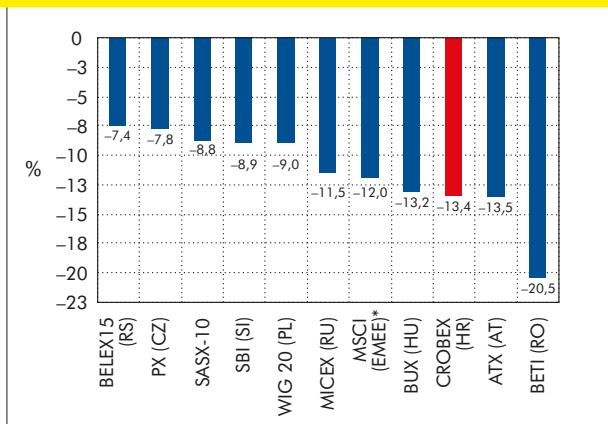
Obveznica	Valuta	Iznos izdanja (u mil.)	Dospijeće	Kupon (u %)	Prinos do dospijeća (u %) 30.6.10.	Spread prema njemačkim obveznicama 30.6.10.	Spread prema euroswap-u 30.6.10.	Prinos do dospijeća (u %) 31.3.10.	Prinos do dospijeća (u %) 31.12.09.	Prinos do dospijeća (u %) 30.9.09.
RHMf-O-125A	EUR*	500	23.5.12.	6,875	4,69	460,00	377,00	4,50	4,87	6,33
RHMf-O-142A	EUR*	650	10.2.14.	5,500	5,50	467,00	373,00	5,15	5,18	6,09
RHMf-O-157A	EUR*	350	14.7.15.	4,250	5,52	365,00	296,00	5,46	4,88	6,12
RHMf-O-19BA	EUR*	500	29.11.19.	5,375	6,15	380,00	303,00	5,76	5,11	6,25
RHMf-O-203E	EUR*	350	5.3.20.	6,500	6,43	314,00	283,00	5,80	–	–
RHMf-O-137A	HRK	4.000	11.7.13.	4,500	5,11	–	–	4,98	5,90	8,10
RHMf-O-15CA	HRK	5.500	15.12.15.	5,250	5,62	–	–	5,46	6,00	8,01
RHMf-O-172A	HRK	5.500	8.2.17.	4,750	5,98	–	–	5,90	6,18	7,96
RHMf-O-203A	HRK	3.500	5.3.20.	6,750	6,56	–	–	6,27	–	–

* Valutna klauzula – u trgovini, kamate i glavnica isplaćuju se u kunama prema srednjem tečaju HNB-a na dan trgovanja.

Izvori: MF, Zagrebačka burza, SDA, Raiffeisen istraživanja

Prometi su sve manji

Regionalni indeksi – prinosi u 2. tr. 2010.



* MSCI Emerging Market Eastern Europe

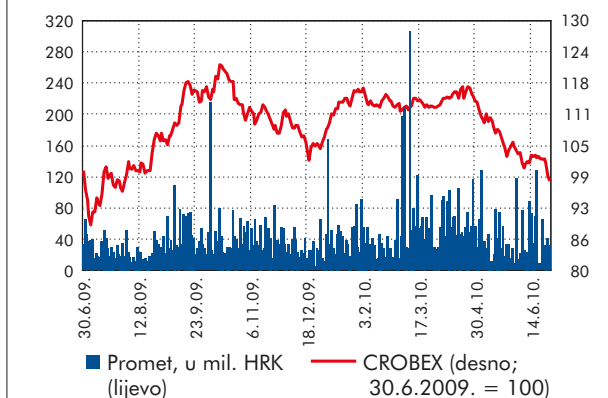
Napomene: U lokalnoj valuti na dan 30.6.2010.

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Regionalni povrati. Suprotno našim očekivanjima, zabrinutost investitora zbog Grčke nije oslabijela, već se prelila na još neke zemlje članice EU. Negativnom sentimentu dodan je i učinak smanjenja očekivanja rasta i oporavka proiziđao iz najava smanjivanja deficita članica EU, slabijih od očekivanja nekih ekonomskih pokazatelja u SAD-u te pokušaja kineskih vlasti da uspore gospodarski rast. Sve je to rezultiralo padom dioničkih indeksa, ne samo u regiji SIE, nego i diljem svijeta. Vrlo niska likvidnost tijekom drugog tromjesečja bila je indikator visoke averzije prema riziku diljem regije.

Povrati na domaćem tržištu. U drugom tromjesečju 2010. CROBEX je pratio globalni sentiment te je razdoblje završio na razini od 1855,2 bodova, što je razina koja je zabilježena sredinom srpnja 2009. Od sastavnica CROBEX-a jedino je dionica Kraša ostvarila pozitivni povrat, dok su znatno manji pad od indeksa imale Atlantic grupa, Luka Ploče i Končar El. Tradicionalno najvolatilnije dionice građevinskih kompanija ostvarile su najveće minuse na povratima tijekom tog razdoblja. Veliki pad zabilježen je i za dionicu Podravke, čiju je stabilnost poljuljalo neslaganje vlasnika – države i mirovinskih fondova. Dividenda HT-a od 34,05 kuna po dionici i Ericssona NT od 120 kuna po dionici te druge dividende nisu uzete u obzir prilikom našeg izračuna povrata u drugom tromjesečju, ali su odigrale važnu ulogu u povratu tijekom tog razdoblja. Računamo li s dividendom, dionici Kraša se na popisu pozitivnih povrata pridružio i Ericsson NT s 0,3%, a negativni povrat HT-a tijekom tromjesečja smanjio se s -18,9% na -8,3%. Ako promatramo prema sektorskom sastavu indeksa, prehrambene dionice pale su u prosjeku za 8%, brodarske dionice za 16%, dok su građevinske dionice pale u prosjeku za 25% tijekom drugog tromjesečja. Na kraju tog razdoblja tržišna kapitalizacija svih dionica kojima se trguje na Zagrebačkoj burzi iznosila je 125 mlrd. kuna, što je za 7,6% manje u odnosu na kraj 2009.

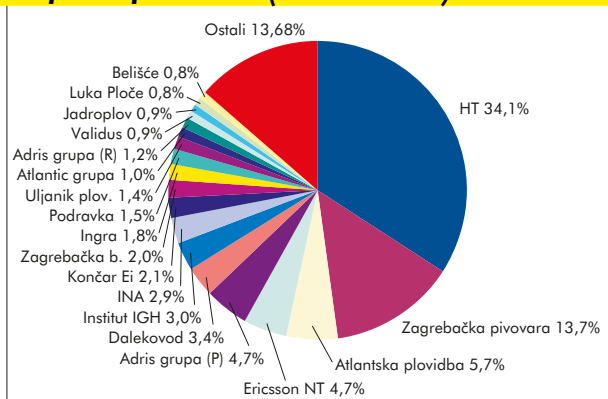
Burzovni promet i prinos (1 godina)



Napomena: Promatrano je razdoblje od 30.6.2009. do 30.6.2010.

Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Udjeli u prometu (2. tr. 2010.)



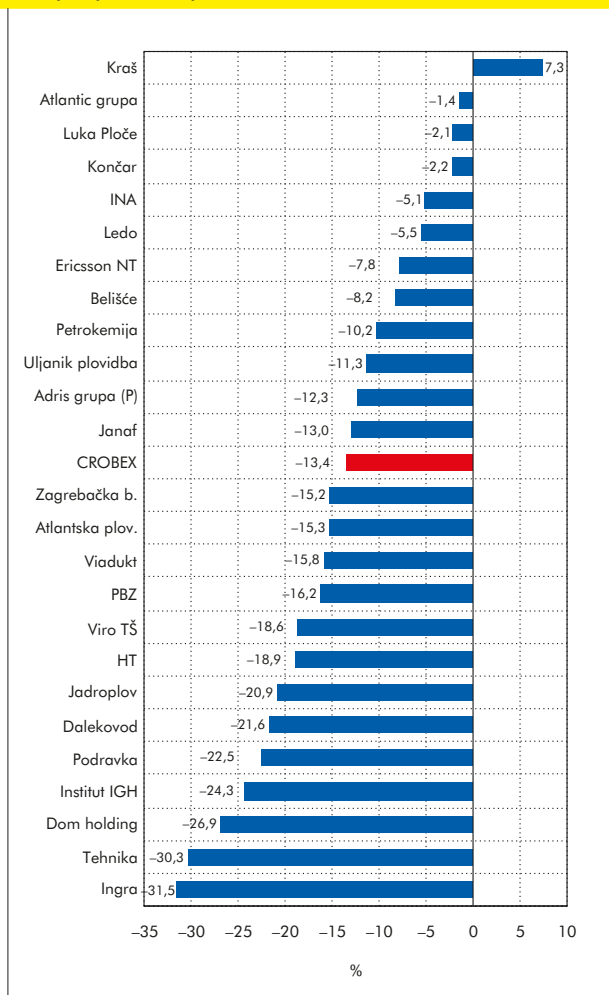
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Prometi dionica. Proljetne mjesece 2010. godine obilježio je nastavak rasta averzije prema riziku i daljnje smanjivanje obujma trgovanja. Ukupni promet trgovanja na Zagrebačkoj burzi iznosio je 3,1 mlrd. kuna, od čega se 46% trgovanja odnosilo na redovni promet dionica, što je povećanje u odnosu na prethodno tromjesečje, kada je taj udio iznosio 39%. Tako je redovni promet dionica bio veći za 9% te je iznosio 1,4 mlrd. kuna. Međutim, mjesečna



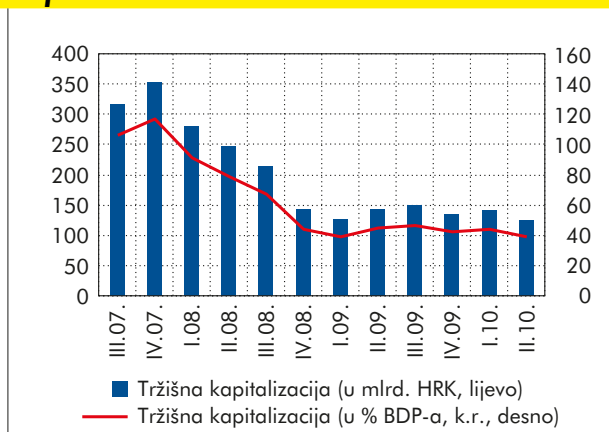
Atlantic grupa preuzela Drogu Kolinsku

Povrati sastavnica CROBEX-a u 2. tr. 2010.



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Tržišna kapitalizacija trgovanih dionica i njezin udio u BDP-u



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

dinamika trgovanja dionicama tijekom drugog tromjesečja pokazivala je smanjivanje prometa za polovinu iz mjeseca u mjesec. Dionica kojom se najviše trgovalo ponovno je bila dionica HT-a (477,5 mil. kuna), a slijedile su je Zagrebačka pivovara sa 191,3 mil. kuna te Atlantska plovidba sa 79,3 mil. kuna. Deset najlikvidnijih dionica sudjelovalo je u ukupnom prometu sa 76,1%, što u usporedbi sa 71,2% iz prethodnog tromjesečja upućuje na povećanje koncentracije interesa investitora na manji broj dionica u ukupnom trgovanju. Tijekom drugog tromjesečja 2010. godine trgovalo se s ukupno 169 dionica na Uređenom tržištu. Tradicionalno, najviše se trgovalo dionicama poduzeća iz sektora prijevoza, skladištenja i veza s ukupnim prometom od 623 mil. kuna, a slijedile su ih dionice iz sektora prehrane i pića s prometom od 360 mil. kuna, dok su dionice sektora građevinarstva ostvarile ukupni promet od 132 mil. kuna.

Usporedno vrednovanje dionica. Na temelju cijena na kraju drugog tromjesečja i fundamentalnih pokazatelja sastavnica CROBEX-a za razdoblje poslovanja od 12 mjeseci koje završava 31. 3. 2010., izračunali smo trenutačno vrednovanje dionica koje su u sastavu indeksa. Prema operativnim rezultatima poslovanja (mjereno multiplom EV/EBITDA) najatraktivnije je vrednovana dionica HT-a, potom JANAF-a i Adris grupe (povlaštena), dok su građevinske dionice Tehnike, Ingre i Instituta IGH na vrhu ljestvice vrednovanja po ovoj multipli. Promatramo li po omjeru P/E, najatraktivnije su vrednovane dionice Dalekovoda, Uljanik plovidbe i Adris grupe. Budući da EBITDA ili neto dobit mogu biti negativni, usporedbu vrednovanja nije moguće primijeniti na sve dionice, promatrajući multiple EV/EBITDA i P/E. Stoga usporedba vrednovanja kroz multiple EV/prodaja i P/BV obuhvaća više dionica, ali se one smatraju preopćenitima. Multiplu EV/prodaja manju od 1x imaju Končar, Petrokemija, Podravka, Viadukt i Kraš, dok su po multipli P/BV najatraktivnije vrednovane dionice Jadroplova, Ingre, Petrokemije i Uljanik plovidbe. Sve u svemu, dionice Adris grupe (povlaštene) i Dalekovoda, mjerene objema multiplama, i EV/EBITDA i P/E, svrstane su među najatraktivnije vrednovane.

Spajanja i preuzimanja. Tijekom promatranog razdoblja M&A aktivnost znatno se povećala. Svakako najzanimljivija transakcija bilo je uspješno preuzimanje Droge Kolinske od strane Atlantic grupe. Preuzimanje je dogovoreno po cijeni od

Ipak očekujemo pozitivan preokret

Usporedni pokazatelji sastavnica CROBEX-a

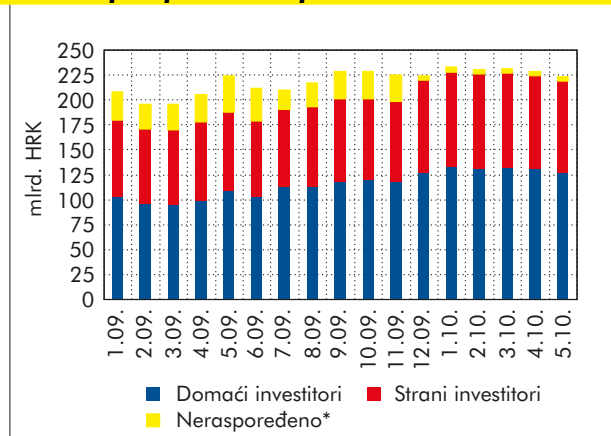
	EV/prihod	EV/EBITDA	P/E	P/BV
Adris grupa	1,8	7,5	9,5	0,6
Atlantick grupa	1,2	11,1	14,4	2,1
Atlantska plov.	3,3	10,8	....	0,8
Belišće	1,4	18,1	215,8	0,9
Dalekovod	1,1	8,9	7,6	0,9
Dom Holding	1,7	11,6	....	0,1
Ericsson NT	1,1	10,4	15,1	1,5
HT	2,2	5,2	11,7	1,7
INA	1,4	16,5	343,7	1,4
Ingra	4,1	62,7	....	0,5
Institut IGH	2,5	39,0	....	0,7
Jadroplov	1,6	....	....	0,3
JANAF	4,9	7,0	15,5	0,6
Končar	0,6	13,1	10,3	0,7
Kraš	0,9	8,5	12,8	0,8
Ledo	1,9	14,2	12,5	2,0
Luka Ploče	2,4	....	53,9	2,1
PBZ*	....	....	10,3	1,0
Petrokemija	0,7	....	....	0,5
Podravka	0,8	....	....	0,8
Tehnika	1,1	383,6	....	0,6
Uljanik plovidba	5,8	11,2	7,7	0,5
Viadukt	0,7	10,8	18,2	0,8
Viro TŠ	1,6	12,2	18,9	0,9
Zagrebačka b.*	....	....	12,1	1,0

* Na temelju nekonsolidiranih izvještaja

Napomena: Fundamentalni podaci za posljednjih 12 mjeseci, a cijene od 30.6.2010.

Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Struktura investitora u dionice i udio u tržišnoj kapitalizaciji



* skrbnički računi i računi portfelja

Napomena: Za dionice za koje nije poznata tržišna cijena uzeta je nominalna vrijednost.

Izvori: SDA, Raiffeisen istraživanja

382 mil. eura, uključujući i kredite Droge Kolinske, odnosno oko 242 mil. eura za 100%-tni vlasnički udio. Ta cijena podrazumijeva multiple EV/prodaja od 1,17x (iz 2009.) i EV/EBITDA od 8,4x. EBRD će tu transakciju poduprijeti s ukupno 70 mil. eura, od čega će 40 mil. eura biti plasirano kao zajam, a 30 mil. eura kao sudjelovanje u dokapitalizaciji. Dokapitalizacija će se realizirati izdavanjem novih 864.305 dionica, kojima se planira prikupiti ukupno 83 mil. eura do kraja srpnja. Austrijski Duro-pack javnom je ponudom došao do ukupnog udjela od 62,34% dionica (62,93% uključujući trezorske dionice) Belišća te 95,66% dionica Unijapapira i 67,94% dionica Bilokalnika. Preuzimanje Belišća realiziralo se po cijeni od 500 kuna po dionici što, u odnosu na rezultate Belišća u 2009., implicira multiple EV/EBITDA od 20x, P/E od 290x te P/S od 0,62x. Za sljedeće razdoblje očekujemo još veću aktivnost preuzimanja jer je Vlada aktivirala planove za privatizaciju, pri čemu su se na listi za moguću prodaju našle 394 tvrtke u kojima država ima udio manji od 25%, 31 tvrtka s udjelom između 25 i 50% te 59 kompanija s državnim udjelom preko 50%. Zakon o privatizaciji propisuje da se udjeli manji od 50% prodaju putem javne dražbe, a udjeli veći od 50% putem javnog prikupljanja ponuda.

Vrednovanje tržišta i očekivanja. Budući da je pad vrijednosti dionica bio ponajprije potaknut jačanjem averzije prema riziku zbog zabrinutosti glede dužničke krize u zemljama EMU, a najavljene su mjere štednje koje omogućuju refinanciranje sve do 2011. godine, očekujemo postupni pad averzije prema riziku. Također, potpora dioničkim tržištima mogla bi doći i od pretežno dobrih ekonomskih pokazatelja. Uz očekivano poboljšanje vodećih pokazatelja u drugoj polovini godine i najavljenih mjera štednje, dodatni pozitivni impuls mogao bi doći zbog trenutno atraktivnih vrednovanja dionica. Stoga za dionička tržišta u regiji SIE očekujemo pozitivan razvoj događaja. Što se tiče razine vrednovanja, za CROBEX10 očekujemo P/E 10,4x u 2010. i 8,6x u 2011. Od ostalih indeksa u regiji SIE očekivano vrednovanje P/E kreće se između 6,6x i 12,9x za 2010. te između 5,3x i 11x za 2011. Najatraktivnije vrednovanje odnosi se na ruski MICEX, za koji imamo i najveća očekivanja dugoročnog rasta, od 14,3%. Dvoznamenkastu očekivanu dugoročnu stopu rasta dajemo još samo poljskom indeksu WIG 20, dok za CROBEX10 očekujemo dugoročnu stopu rasta od 7,4%, koja je prosječna za regiju SIE.



Raiffeisen Consulting – Direkcija za ekonomska istraživanja

mr. sc. Zrinka Živković Matijević, v.d. direktorica Direkcije; tržište kapitala, makroekonomija, politika, tržište novca i tečaj; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr

Ivana Jurić, ekonomski analitičar; makroekonomija, tržište novca i tečaj; tel.: 01/61 74 349, e-adresa: ivana.juric@rba.hr

mr. sc. Nada Harambašić, glavni financijski analitičar; tržište vrijednosnica; tel.: 01/61 74 870, e-adresa: nada.harambasic@rba.hr

Ana Franin, financijski analitičar; tržište vrijednosnica; tel.: 01/61 74 388, e-adresa: ana.franin@rba.hr

mr. sc. Marijana Čveljo, ekonomski analitičar za tržište nekretnina; tel.: 01/61 74 359, e-adresa: marijana.cveljo@rba.hr

Raiffeisenbank Austria

mr. sc. Anton Starčević, glavni ekonomist; 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

3m – tri mjeseca

b.b. – bazni bod

BDP – bruto domaći proizvod

CHF – švicarski franak

DZS – Državni zavod za statistiku

e – procjena (*estimate*)

EMU – Ekonomska i monetarna unija

ESB – Europska središnja banka

EU – Europska unija

EUR – euro

f – prognoza (*forecast*)

GBP – funta sterlinga

HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvitak

HNB – Hrvatska narodna banka

HTZ – Hrvatska turistička zajednica

HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

HRK – kuna

IEA – Međunarodna agencija za energiju (International Energy Agency)

ILO – International Labour Organisation

kr – kraj razdoblja

MF – Ministarstvo financija

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

OECD – Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (Organization for Economic Cooperation and Development)

OPEC – Organizacija zemalja izvoznica nafte (Organization of the Petroleum Exporting Countries)

PDV – porez na dodanu vrijednost

pr – prosjek razdoblja

SAD – Sjedinjene Američke Države

SDA – Središnja depozitarna agencija

SIE – države Srednje i Istočne Europe

tis. – tisuće

tr. – tromjesečje

UN – Ujedinjeni narodi

USD – američki dolar

v.k. – valutna klauzula

ZDN – Zajednica Neovisnih Država

.... – nije dostupno

Nakladnik

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

Publikacija je dovršena 10. srpnja 2010.

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 iznesene u ovoj publikaciji podložne 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.

