

STUDENT INVESTITOR
Makroekonomska analiza

EUROZONA

Siječanj 2010.

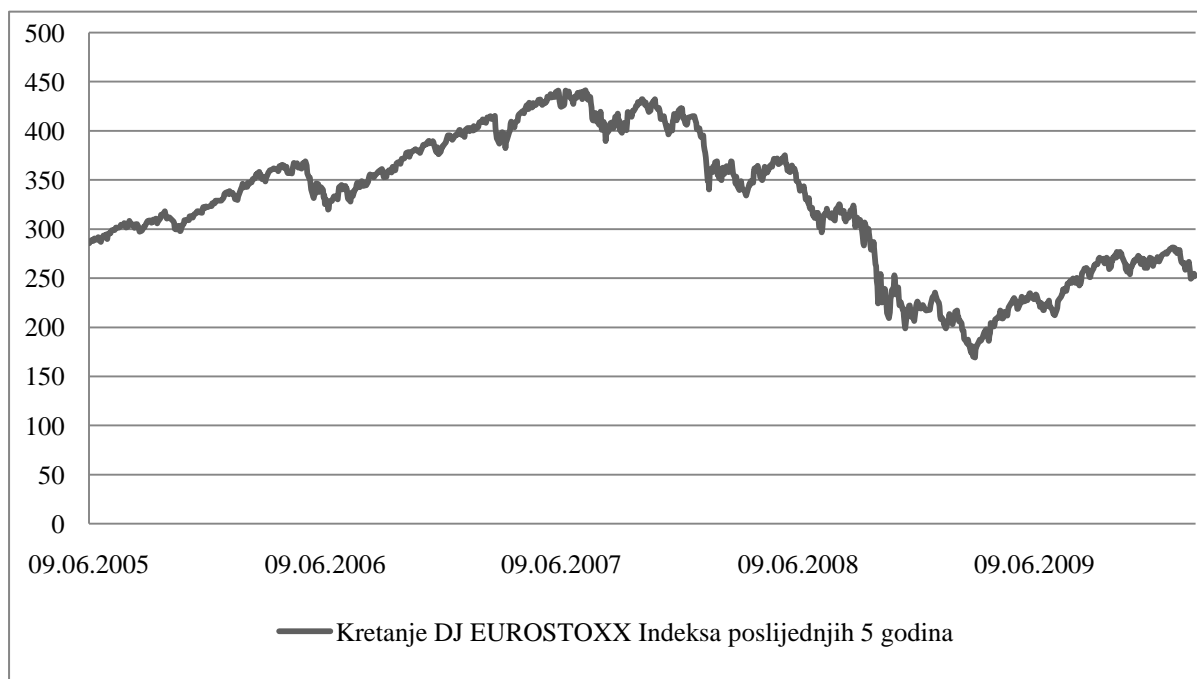
Odgovorna osoba: Vuk Vuković

UVOD

Makroekonomska analiza podijeljena je u dva dijela. Prvi dio je analiza cikličkih kretanja gospodarstva Eurozone pomoću kojega se može vršiti procjena stanja poslovnog ciklusa. Promatraju se kretanja vodećih i podudarnih ekonomskih indeksa te temeljem usporedbe navedenih donose se odluke o stanju poslovnog ciklusa i mogućem daljnjem kretanju realne ekonomije. Drugi dio se odnosi na detaljniju analizu kretanja pojedinih realnih i monetarnih ekonomskih varijabli na temelju čega se može vršiti procjena budućeg oporavka i ekspanizije gospodarstva Eurozone. Osim toga, MA tim bavi se procjenjivanjem nominalne nerizične kamatne stope za Eurozonu, kamatne stope koja čini osnovu za procjenu diskontne stope u modelima vrednovanja koji se izrađuju u projektu.

Dow Jones EUROSTOXX indeks

Graf 1. Dow Jones EUROSTOXX Indeks



Izvor: <http://www.stoxx.com/index.html>

Referentni indeks kojega koristi makroanaliza jest indeks Dow Jones EUROSTOXX. Taj indeks predstavlja široki, ali likvidni podskup indeksa DJ STOXX 600 kojeg sačinjava široki broj poduzeća visoke, srednje i niske kapitalizacije iz 12 zemalja Eurozone.¹ Razlog značaja dobro izabranog referentnog indeksa je činjenica da kretanje ciklusa na tržištu dionica najavljuje buduće kretanje poslovnog ciklusa. Cijene dionica se mijenjaju prije poslovnih ciklusa i ukazuju na njihova buduća kretanja. U prosjeku pomoću tih kretanja vrhunac poslovnog ciklusa moguće je predvidjeti 7-8 mjeseci unaprijed dok se dno može predvidjeti do 5 mjeseci unaprijed. Temeljem povijesnih podataka dolazi se do zaključka kako bi

¹ Dow Jones STOXX, <http://www.stoxx.com/index.html>

oporavak realnog gospodarstva trebao uslijediti otprilike 8 mjeseci nakon promjene trenda kretanja dioničkog indeksa.

Fluktuacije na tržištima vrijednosnica povezane su sa promjenama u ekonomiji. Cijene obveznica određene su kamatnim stopama na čije određivanje utjecaj vrše ekonomska aktivnost ali i aktivnost centralne banke (u slučaju EMU to određuje ECB). Cijene dionica pak označavaju očekivanja investitora o učinku poduzeća, njegovim novčanim tokovima i stopi povrata, što je također pod utjecajem cjelokupne efikasnosti i učinka određene ekonomije. Općenito se za cijene dionica smatra da su jedan od boljih pokazatelja ekonomskih ciklusa. Takvo se razmišljanje temelji na dokazima da se cijene dionica uvijek promijene prije nego što se promjeni ekonomski ciklus.²

Dva su razloga zašto cijene dionica predstavljaju očekivanja o gospodarstvu. Prvi je taj da cijene dionica odražavaju očekivanja o prinosima, dividendama i kamatnim stopama. Kako investitori pokušavaju procijeniti te buduće varijable cijene dionica označavaju njihova buduća očekivanja. Drugi razlog je taj da cijene dionica također reagiraju na promjene raznih pokazatelja, ponajviše na dobit poduzeća, kamatne stope i stopu rasta ponude novca. Pošto takvi pokazatelji obično definiraju i vode gospodarstvo, kada investitori prilagođavaju cijene dionica na očekivanja tih vodećih ekonomskih pokazatelja, cijene dionica također postaju bitan pokazatelj.

CIKLIČKI INDIKATORI

Ciklički pristup predviđanja kretanja gospodarstva promatra kako se gospodarstvo proširuje i steže (engl. expansion and contraction) u različitim razdobljima. Proučavajući ponašanja brojnih ekonomskih pokazatelja i vremenskih serija u odnosu na prošle poslovne cikluse, grupiraju se različite vremenske serije u tri kategorije na temelju njihova odnosa prema poslovnom ciklusu. Prva kategorija su vodeći pokazatelji (engl. leading economic indicators - LEI) poslovnih ciklusa. Vodeći pokazatelji uključuju vremenske serije koje obično dostižu svoje vrhove ili dna prije vrhova ili dna ukupne ekonomske aktivnosti. Druga kategorija su podudarni ekonomski pokazatelji (engl. coincident economic indicators - CEI). Ove su serije povijesno dosegle vrhove i dna otprilike istovremeno kad i opće gospodarstvo. Treća kategorija su zaostajući pokazatelji (engl. lagging indicators) koji uključuju vremenske serije koje doživljavaju vrhove ili dna nakon općeg gospodarstva.

Kompozitni vodeći, podudarajući i zaostajući pokazatelji su ključni elementi u analitičkom sustavu dizajniranom za signaliziranje vrhova i dna u poslovnom ciklusu. Budući da su izraženi u postocima, oni nastoje smiriti promjenjivost individualnih serija te zato služe kao pogodan i praktičan pregled mjera u poslovnom ciklusu. Valja istaknuti kako promjena u smjeru kompozitnih pokazatelja ne signalizira promjene u gospodarstvu ukoliko kretanje nije

² Snowden, B., Howard R., Eds. (2002) *An Encyclopaedia of Macroeconomics*. Str. 80

značajne veličine, smjera i opsega. Glavna vrijednost vodećih pokazatelja je signaliziranje porasta rizika od recesije ili da se recesiji bliži kraj.³

MA tim koristi podatke američkog *Conference Board*-a koji predstavlja službeni izvor podataka za analizu kretanja poslovnih ciklusa. Konkretno, promatraju se kretanja vodećih i podudarnih ekonomskih pokazatelja.

Vodeći i podudarni pokazatelji

Vodeći pokazatelji kao što su prosječan radni tjedan, očekivanja potrošača, stambene dozvole i cijene dionica su serije koje teže pomicanju smjera poslovnog ciklusa unaprijed. Rastući indeks LEI određuje ekonomsku snagu.

Indeks LEI za Eurozonu pokazuje pozitivno kretanje odnosno preokret 18-mjesečnog silaznog trenda u travnju 2009. Nakon pada od ukupno 14,6% između lipnja 2007. i prosinca 2008. Indeks LEI je porastao za ukupno 11,4% tijekom 2009. Između lipnja i prosinca 2009., LEI je narastao za 6.1%, što je manje od 9.6% rasta između ožujka i rujna 2009. Posljednji porast od 0,9% u prosincu i razina od 106,6 bodova pokazuje nastavak trenda povećanog rasta navedenog pokazatelja u posljednjih par mjeseci. (Graf 2., Tablica 5.) Šest od osam komponenata LEI-a je poraslo u prosincu. Pozitivnu kontribuciju, po redu od najveće do najmanje, su ostvarili raspon prinosa, indeks ekonomskog sentimenta, ponuda novca, Markitov indeks poslovnih očekivanja, Markitov indeks menadžerskih kupovina i Dow Jones EUROSTOXX indeks. Indeks dozvola za stambene zgrade jedina je komponenta koja je zabilježila pad u prosincu, dok su narudžbe kapitalnih dobara ostale nepromijenjene. (Tablica 1., 2.) S obzirom na navedene pokazatelje i s obzirom na prikaz trenda kretanja porast LEI pokazatelja upućuje da se može očekivati skorašnji početak oporavka gospodarstva Eurozone.

Svaka komponenta indeksa ponderirana s obzirom na jačinu utjecaja u predviđanju budućih ekonomskih kretanja. Tako je najveći ponder (33%) dan varijabli ponude novca (M2) a potom rasponu prinosa na obveznice (24%) te ove dvije varijable čine gotovo 60% vrijednosti kretanja pokazatelja. Pomoću navedenih varijabli najbolje se može objasniti rast ali i privremeno usporavanje LEI-a tokom posljednjih mjeseci. Ostale varijable ponderirane su sa puno manjim udjelima te njihova kretanja ne predstavljaju toliko značajan utjecaj na kretanje pokazatelja.⁴

Pouzdanost vodećeg pokazatelja LEI potvrđuje se empirijskim dokazima kako je njime moguće predvidjeti gospodarsku aktivnost šest do devet mjeseci unaprijed. Navedeno funkcionira na primjeru SAD-a gdje se indeks LEI sredinom 2009. kretao šest mjeseci ispred gospodarstva. Tako je LEI počeo ubrzano rasti u ožujku 2009. dok je oporavak gospodarstva (označen promjenom CEI-a) započeo već u kolovozu 2009.⁵

³ *Conference Board Euro Area Business Cycle Indicators*. The Conference Board, 2010., str. 14

⁴ Ibid. str. 49

⁵ The Conference Board, <http://www.conference-board.org/economics/bci/>, Recovery.gov, <http://www.recovery.gov/Pages/home.aspx>

Tablica 1. Podaci za komponente indeksa LEI Eurozone, prva polovica 2009.

Komponenta	2009.						
	Pro.	Sij.	Velj.	Ožu.	Tra.	Svi.	Lip.
Raspon prinosa, 10-godišnja referentna stopa ECB minus minimalna ponudbena stopa ECB ¹	0,64	1,61	2,20	2,15	2,59	2,89	3,32
Indeks ekonomskog sentimenta ²	68,70	67,20	65,3	64,60	67,30	70,20	73,30
Markitov indeks menadžerskih kupovina (proizvodnja) ³	33,87	34,42	33,55	33,93	36,83	40,68	42,62
Markiovt indeks poslovnih očekivanja (usluge)	42,26	46,45	46,14	48,65	54,40	59,09	62,27
Cijena dionica (prosječna završna cijena) Down Jones EURO STOXX Indeks, 12/31/1991=100 ⁴	219,01	215,50	200,36	184,63	209,29	225,74	226,70
Ponuda novce (M2) u milijardama eura	7.426,52	7.552,71	7.556,43	7.515,60	7.520,80	7.516,16	7.509,09
Nove narudžbe kapitalnih dobara (2005=100)	76,43	74,61	76,90	76,27	75,63	75,97	79,99
Indeks dozvola za stambene zgrade (2005.=100), kvadratni metri upotrebljivog prostora	55,07	51,43	47,69	47,02	46,80	46,52	55,09
VODEĆI INDEKS (2004.=100)	91,80	92,10	91,60	91,20	93,10	94,80	100,50
% promjena u odnosu na prethodni mjesec		0,30	-0,50	-0,40	1,90	1,70	1,30

Izvor: The Conference Board, www.conference-board.org/economics/bci

Tablica 2. Podaci za komponente indeksa LEI Eurozone, druga polovica 2009.

Komponenta	2009.						
	Srp.	Kol.	Ruj.	Lis.	Stu.	Pro.	
Raspon prinosa, 10-godišnja referentna stopa ECB minus minimalna ponudbena stopa ECB ¹	3,09	2,89	2,86	2,8	2,83	2,88	
Indeks ekonomskog sentimenta ²	76	80,8	82,8	86,1	88,8	91,3	
Markitov indeks menadžerskih kupovina (proizvodnja) ³	46,25	48,24	49,29	50,73	51,2	51,59	
Markiovt indeks poslovnih očekivanja (usluge)	61,38	67,25	68,39	66,32	64,75	65,66	
Cijena dionica (prosječna završna cijena) Down Jones EURO STOXX Indeks, 12/31/1991=100 ⁴	228,01	250,72	263,96	268,73	265,43	270,22	
Ponuda novce (M2) u milijardama eura	7.585,57	7611,04	7576,7	7544,3	7532,11	7550,6	
Nove narudžbe kapitalnih dobara (2005=100)	82,15	82,49	85,57	81,11	82,03	82,11	
Indeks dozvola za stambene zgrade (2005.=100), kvadratni metri upotrebljivog prostora	51,64	52,1	50,08	50,06	49,71	49,4	
VODEĆI INDEKS (2004.=100)	101,8	103,9	104,7	105,1	105,7	106,6	
% promjena u odnosu na prethodni mjesec	1,3	2,1	0,8	0,4	0,6	0,9	

Izvor: The Conference Board, www.conference-board.org/economics/bci

Slijedeći pokazatelji koje analiziramo su podudarni ekonomski pokazatelji. Njihov kompozitni indeks (indeks CEI) sastoji se od četiri vremenske serije koje prikazuju kretanje: zaposlenosti u svim djelatnostima osim poljoprivrede, razmjera industrijske proizvodnje, maloprodaje i trgovine te ukupni proizvodni prihod. Ove su serije povijesno dosegle vrhove i dna otprilike istovremeno kao opće gospodarstvo, stoga one, uz stope rasta BDP-a, daju najbolju ocjenu aktualnog stanja gospodarstva. Najveći ponder, 76%, u indeksu CEI pripada komponenti zaposlenosti.

U prosincu je indeks CEI stagnirao na razini od 101,2 bodova. U studenome je pao za 0,2%, a u listopadu 0,1%. U prosincu su dvije od četiri komponente indeksa CEI porasle - maloprodaja i industrijska proizvodnja. Zaposlenost je pala, dok je promet proizvodnje ostao nepromijenjen. Upravo radi još uvijek negativnog kretanja varijable zaposlenosti kretanje indeksa CEI nije promijenilo trend. Ukupno kretanje indeksa CEI odgovara kretanju realnog gospodarstva Eurozone. Između srpnja i prosinca 2009. indeks CEI je pao za 0,5%, što je manje od 1,5% pada između siječnja i lipnja 2009.. (Graf 2., Tablica 5.) Iz Tablice 3. i Tablice 4. može se vidjeti kako kretanje negativnog trenda usporava što je svakako pozitivan znak te on implicira očekivanja da će se trend pada vrlo brzo preokrenuti i početi kretati ka pozitivnim predznacima.

Tablica 3. Podaci za komponente indeksa CEI Eurozone, prva polovica 2009.

Komponenta	2009.					
	Sij.	Velj.	Ožu.	Tra.	Svi.	Lip.
Broj zaposlenih (u tisućama)	146563	146129	145700	145275	144855	145250
Industrijska proizvodnja, Indeks volumena	93,5	91,3	90,4	89,1	89,5	90,1
Maloprodaja	101,3	100,7	100,6	100,8	100,2	100,7
Proizvodni prihodi	91,5	90,6	90,2	90,3	88,7	89,4
PODUDARNI INDEKS (2004.=100)	103	102,5	102,5	102,1	102	101,7
% promjena u odnosu na prethodni mjesec	-0,7	-0,5	0	-0,4	-0,1	-0,3
Broj zaposlenih (u tisućama)	-0,23	-0,23	-0,23	-0,22	-0,22	-0,11
Industrijska proizvodnja, Indeks volumena	-0,22	-0,19	-0,08	-0,11	0,04	0,07
Maloprodaja	-0,05	-0,06	-0,01	0,02	-0,06	0,07
Proizvodni prihodi	-0,17	-0,04	0	-0,01	-0,07	0

Izvor: The Conference Board, www.conference-board.org/economics/bci

Tablica 4. Podaci za komponente indeksa CEI Eurozone, druga polovica 2009.

Komponenta	2009.					
	Srp.	Kol.	Ruj.	Lis.	Stu.	Pro.
Broj zaposlenih (u tisućama)	145.005	144759	144519	144286	144059	143839
Industrijska proizvodnja, Indeks volumena	90,5	91,5	91,8	91,5	92,5	92,6
Maloprodaja	100,7	100,5	100,1	100,3	99,2	99,7
Proizvodni prihodi	91,1	92,4	91,9	92,3	92,6	92,6
PODUDARNI INDEKS (2004.=100)	101,7	101,7	101,5	101,4	101,2	101,2
% promjena u odnosu na prethodni mjesec	0	0	-0,2	-0,1	-0,2	0
Broj zaposlenih (u tisućama)	-0,13	-0,13	-0,12	-0,12	-0,12	-0,11
Industrijska proizvodnja, Indeks volumena	0,03	0,09	0,02	-0,02	-0,16	0,07
Maloprodaja	0	-0,03	-0,06	0,04	-0,16	0,07
Proizvodni prihodi	0,07	0,06	-0,02	0,01	0,01	0

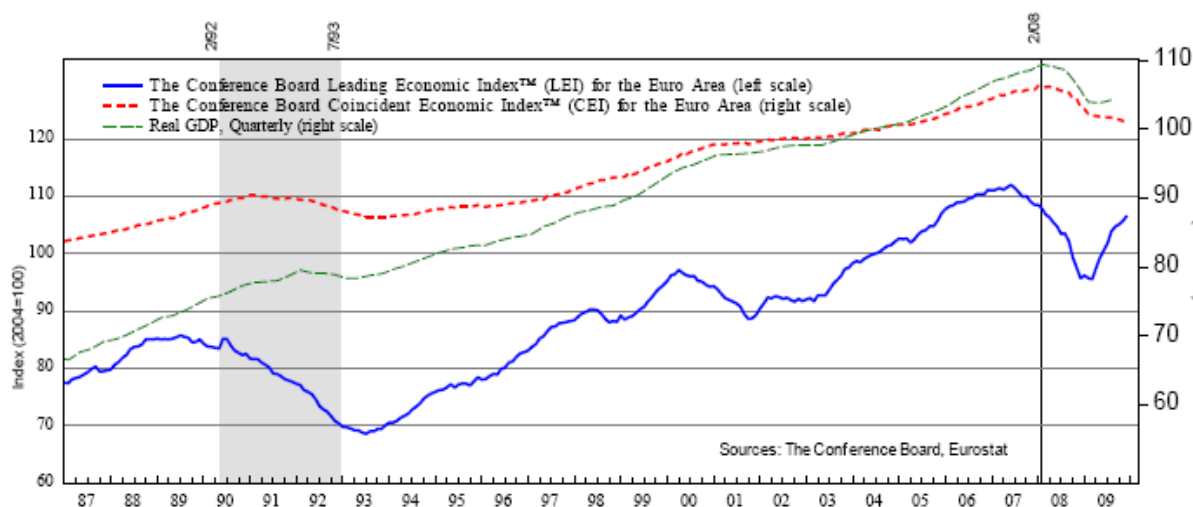
Izvor: The Conference Board, www.conference-board.org/economics/bci

Tablica 5. 6-mjesečno kretanje indeksa LEI i indeksa CEI

Komponenta	2009.			
	Lis.	Stu.	Pro.	Lip. - Pro.
LEI	105.1	105.7	106.6	
Postotna promjena	0.4	0.6	0.9	6.1
CEI	101.4	101.2	101.2	
Postotna promjena	-0.1	-0.2	0	-0.5

Izvor: The Conference Board, www.conference-board.org/economics/bci

Graf 2. Usporedno kretanje LEI i CEI indeksa



Izvor: The Conference Board, www.conference-board.org/economics/bci

Usporednom analizom kretanja oba grafa kao i kretanja realnog BDP-a (indeksiran, 2004=100) potvrđeno je kako kretanje indeksa CEI najjače korespondira kretanju realnog BDP-a što znači da je indeks CEI dobar pokazatelj za procjenu kretanja općeg gospodarstva. Za razliku od njega, indeks LEI je pomaknut ulijevo, odnosno on predviđa kretanje indeksa CEI, a samim time i kretanje, odnosno oporavak gospodarstva.

Pod pretpostavkom da se indeks LEI kreće deset mjeseci ispred gospodarstva⁶, njegova najniža vrijednost u ožujku 2009. u iznosu od 91,2 ukazuje na to da bi nakon stagnacije u prosincu 2009. trebao slijediti rast gospodarstva.

Indeks CEI ne pokazuje znakove oporavka što dovodi do zaključka da dno poslovnog ciklusa realnog gospodarstva Eurozone još nije dostignuto. Oporavak CEI indeksa ovisi ponajviše o kretanju zaposlenosti na europskom tržištu rada, stoga će upravo promjena trenda pada zaposlenosti označiti i promjenu trenda kretanja CEI indeksa. Prema projekcijama OECD-a, takva će promjena uslijediti tek sredinom 2011.⁷

Valja istaknuti kako je realni BDP Eurozone u trećem kvartalu 2009. porastao za 1,7% što označava prvi njegov porast od prvog kvartala 2008. godine. U ovom slučaju realni BDP je pokazao raniju promjenu trenda od indeksa CEI. Razlog tome možemo tražiti u porastu međunarodne potražnje, porastu industrijske proizvodnje kao i u smanjenju pada razine investicija i osobne potrošnje.

⁶ Conference Board Euro Area Business Cycle Indicators. The Conference Board, 2010., str. 18

⁷ OECD Economic Outlook No.86. OECD, 2009., str. 2-3

PROJEKCIJE KRETANJA GOSPODARSTVA EUROZONE

Analiza monetarnih pokazatelja

Ponuda novca predstavlja jedan od temeljnih monetarnih pokazatelja. Ekonomist Milton Friedman iznio je teoriju o odnosu promjena stopa rasta ponude novca i stopa ekonomskog rasta privrede. Dokazao je kako opadajuće stope rasta ponude novca previđaju poslovne kontrakcije u prosjeku do 20 mjeseci ranije, dok povećanja u stopi rasta ponude novca previđaju ekonomske ekspanzije u prosjeku 8 mjeseci ranije.⁸ Friedman ističe da središnja banka kroz operacije na otvorenom tržištu prilagođava i mijenja ponudu novca. Središnja banka trguje državnim vrijednosnicama te na taj način direktno stvara povećanu likvidnost za one koji su prodali obveznice središnjoj banci. Rezultat je povećana cijena obveznica i niže kamatne stope. Rastuće ili opadajuće cijene državnih obveznica se potom prelijevaju u korporativne obveznice i takva promjena likvidnosti eventualno utječe na obične dionice i potom na realno tržište. Prema tome radi se o transmisijskom procesu u kojem promjene u ponudi novca utječu na cjelokupnu ekonomiju, koje se najprije javljaju na tržištu vrijednosnica a potom na gospodarstvu općenito.

Brojna su istraživanja pokušala pokazati odnos kojega je uspostavio Friedman. I premda je jaka veza dokazana, također je pokazano da promjene u stopi rasta ponude novca ne vode cijene dionica već zaostaju za povratima na dionice za jedan do tri mjeseca. Dokazano je kako promjene u novčanoj ponudi doista utječu na cijene dionica no cijene dionica se vrlo brzo prilagode neočekivanim promjenama u novčanoj ponudi. Stoga je potrebno pokušati predvidjeti neočekivane promjene u rastu ponude novca kako bi se mogle vršiti procjene njihova utjecaja na gospodarsku aktivnost.

Neke analize ističu kako je prekomjerna likvidnost bitna monetarna varijabla koja utječe na cijene dionica. Definirana je kao godišnje promjene M2 ponude novca prilagođene za male novčane pologe minus godišnja postotna promjena nominalnog BDP-a. Stopa rasta nominalnog BDP-a trebala bi biti pokazatelj potreba likvidnosti u ekonomiji. Ako je stopa rasta novčane ponude veća od stope rasta BDP-a, to znači kako postoji pretjerana likvidnost (previše novca) u ekonomiji koje onda služi za kupovanje vrijednosnica. Prema tome, pozitivni višak likvidnosti vodi većim cijenama vrijednosnica.⁹

Ponuda novca (M1) je u posljednjih godinu dana porasla (Graf 3.). Stope rasta ponude novca, unatoč nekonzistentnom trendu, rasle su u posljednjih par mjeseci 2009. (Graf 4.) što sugerira povećanje likvidnosti u sustavu te daje pozitivan impuls kretanju realnog gospodarstva.

Nakon što je inflacija je u Eurozoni 2008. premašila ciljanu razinu od 2%, inflatorni su pritisci pojačani u prvoj polovici 2008. i to prije svega zbog porasta cijena energenata i hrane (Graf 5.), pa je reakcija Europske centralne banke (ECB) bila povećanje ključne kamatne stope za 0,25 postotnih poena, odnosno na razinu od 4,25%. Nakon slabljenja cjenovnih pritisaka, monetarna politika ECB-a bila je usmjerena na ublažavanje posljedica svjetske financijske krize i usporavanja gospodarskog rasta. Radi toga je u razdoblju nakon srpnja

⁸ The New Palgrave. A Dictionary of Economics. (1998) Volume 3. K to P. Str. 493

⁹ Ibid, str. 419.

2008. ECB u tri navrata smanjio ključnu kamatnu stopu koja sada iznosi 1,00%. (Graf 6.) Na taj je način ECB dala pozitivan poticaj kretanju gospodarstva kreirajući dodatnu likvidnost.

Analizom kretanja likvidnosti Eurozone, čije je kretanje u posljednja dva mjeseca 2009. bilo negativno (Graf 7.), dolazimo do zaključka kako i dalje nema pozitivnog impulsa za potaknuti trgovanje na tržištu vrijednosnica, jer bez viška likvidnosti i uz inicijative povećanje štednje stanovništva za vrijeme krize teško je moguće da će se trgovina na tržištu vrijednosnica značajnije oporaviti u skorašnje vrijeme. Vlade zemalja Eurozone iskoristiti će sredstva i poticaje ponajviše radi pokretanja oporavka i radi pokretanja rasta BDP-a. Tek nakon procesa oporavka će stanovništvo ponovo biti ohrabreno na ulaganja.

Analiza realnih pokazatelja

Prvu polovinu 2009. godine obilježilo je daljnje produbljivanje financijske krize i slabljenje globalne gospodarske aktivnosti. Tek od trećeg kvartala započela je određena razina ekonomskog oporavka. Rast BDP-a i dalje je negativan te iznosi – 4,2% za 2009.¹⁰ Njegov je pad usporen u posljednja dva kvartala (Graf 8.) te su za iduću godinu projekcije pozitivne tako da bi realni BDP-a mogao početi rasti krajem drugog kvartala 2010. Projekcije Eurostata ističu kako bi stopa rasta za Eurozonu mogla iznositi oko 0,7% u 2010.¹¹ Prema ovim pokazateljima izgleda da su intervencije na financijskim tržištima kojima se bankama nastojalo osigurati dodatni kapital te ekspanzivne fiskalne i monetarne politike usmjerene ka poticanju ekonomske aktivnosti urodile plodom te da su učinci konačno postali vidljivi.

Oporavak koji je započeo sredinom 2009. u SAD-u i BRIC zemljama počeo se širiti i na gospodarstvo Eurozone. No u većini zemalja Eurozone ekonomski rast će vjerojatno fluktuirati oko skromnih 1% i to će činiti još neko vrijeme. Rast je još uvijek ograničen zbog činjenice da kućanstva, financijske institucije, nefinancijska poduzeća i na koncu države još nisu popravile vlastite platne bilance te da još uvijek imaju problema sa nelikvidnošću. To pak upućuje na rastuću nezaposlenost i negativni pritisak na ionako nisku inflaciju. Potrebno je još neko vrijeme smanjenja ekonomske aktivnosti prije nego oporavak postane dovoljno snažan da smanji nezaposlenost i potakne ekonomski rast.

Gospodarstvo Eurozone započinje svoj oporavak zahvaljujući fiskalnim stimulansima, poboljšanim uvjetima financiranja, općenitom stabilizacijom tržišta te ponajviše rastom potražnje u BRIC zemljama i ostalim zemljama izvan OECD-a, odnosno porastom obujma međunarodne trgovine. Kao što je strelovit pad obujma međunarodne trgovine (Graf 14.) bio jedan od razloga snažnih efekata krize na realnu ekonomiju tako će i njegov relativno brzi oporavak uzrokovati i brži oporavak realne ekonomije. Osim toga, značajan je trend povećanja industrijske proizvodnje kao i smanjenje pada osobne potrošnje i investicija. (Grafovi 11.,12.,13.) Svi navedeni pokazatelji imaju utjecaj na smanjenje pada BDP-a (Graf 8.) te opravdavaju projekcije međunarodnih institucija ali također potvrđuju kretanja cikličke analize, odnosno kretanje LEI indeksa.

¹⁰ MMF, www.img.org/external/index.htm

¹¹ Eurostat Yearbook. Eurozone Economy. Eurostat, 2009.

Oporavak u SAD-u podložen je jednakim uzrocima kao i Eurozona ali valja napomenuti kako će drugačija situacija na tržištu rada u SAD-u uzrokovati brži rast SAD-a nego zemalja Eurozone. U Eurozoni tržište rada nije dovoljno fleksibilno te ono sprječava rast zaposlenosti. Predviđanja za vrhunac rasta nezaposlenosti koja ističu da će on uslijediti krajem 2010. ili početkom 2011. ne ulijevaju povjerenje kućanstvima te na taj način usporavaju efekte započetog oporavka. Jedina stavka koja još uvijek pokazuje negativan trend i suprotstavlja se aktualnim kretanjima oporavka je zaposlenost. Zaposlenost i dalje rastuće opada (Graf 10.) dok su stope nezaposlenosti Eurozone dosegle 10% (Graf 9.) i ne pokazuju zaustavljanje ovog negativnog trenda. U tome leži razlog i dalje stagnirajućeg CEI indeksa na čiji oporavak još valja pričekati.

PROCJENA NERIZIČNE KAMATNE STOPE I STOPE TRŽIŠNOG PRINOSA EUROZONE

Vrijednost nerizične kamatne stope Eurozone procijenili smo kombinirajući različite metode procjene navedene stope. Jedan način izračunava nerizičnu kamatnu stopu kao zbroj dugoročne realne stope rasta gospodarstva i stope inflacije. Pošto investitori žele da im ulaganje donosi barem toliku stopu povrata koliko iznosi stopa rasta čitavog gospodarstva bez neizvjesnosti dobiva se stopa koja predstavlja nerizično ulaganje. No, investitori pokrivaju i inflaciju stoga se uzima ukupna zbrojena stopa realnog rasta gospodarstva i inflacije kao referentna kamatna stopa. Toj stopi potrebno je još pridodati premiju tržišnog rizika kako bismo mogli dobiti iznos konačne zahtijevane stope prinosa.

Za iznos realne stope rasta gospodarstva koristili smo procjene Eurostata za slijedeću godinu, umjesto da smo računali dosadašnju prosječnu dugoročnu stopu rasta koja bi predstavljala očekivanu stopu rasta u narednim godinama. Razlog takvog pristupa je u tome da slijedeća godina predstavlja godinu oporavka iz krize te bi stoga povijesna prosječna stopa rasta temeljena na godinama visokog rasta bila nerealna. Procijenjena očekivana stopa rasta Eurostata za 2010. predstavlja u ovom trenutku najrealniju očekivanu stopu rasta. Ona iznosi 0,7%.¹² Procijenjena inflacija iznosi 1,0%.¹³

Izračun:

Nerizična stopa gospodarstva = očekivana stopa rasta 2010. + stopa inflacije

Nerizična stopa gospodarstva = 0,7 + 1,0 = 1,7%

Nerizičnu kamatnu stopu u Eurozoni predstavlja također i prinos na njemačku državnu obveznicu koji iznosi 1,38%¹⁴ te 12-mjesečna Euribor¹⁵ stopa koja iznosi 1,225%¹⁶. Za

¹² Eurostat, <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

¹³ Ibid.

¹⁴ Bloomberg, <http://www.bloomberg.com/markets/rates/index.html>

¹⁵ Euribor (Euro Interbank Offered Rate) predstavlja dnevnu referentnu kamatnu stopu koja je određena prosječnim kamatnim stopama po kojima banke jedne drugima posuđuju neosigurana sredstva na tržištu novca eurozone.

¹⁶ Euribor, <http://www.euribor.org/>

investicije u eurima koriste se ili prinos na Euribor ili prinos na njemačke državne obveznice kao što se za dolarske investicije koriste US Treasury bills koje izdaje američko ministarstvo financija. Takve obveznice smatraju se nerizičnima zbog male ili gotovo nepostojeće vjerojatnosti bankrota država koje ih izdaju.

Navedene tri kamatne stope ponderiraju se prema minimalnoj razini rizičnosti. Najveći je ponder dobila njemačka državna obveznica – 0,4, potom izračunata nerizična kamatna stopa gospodarstva Eurozone – 0,35 te na kraju stopa Euribor-a – 0,25.

Izračun:

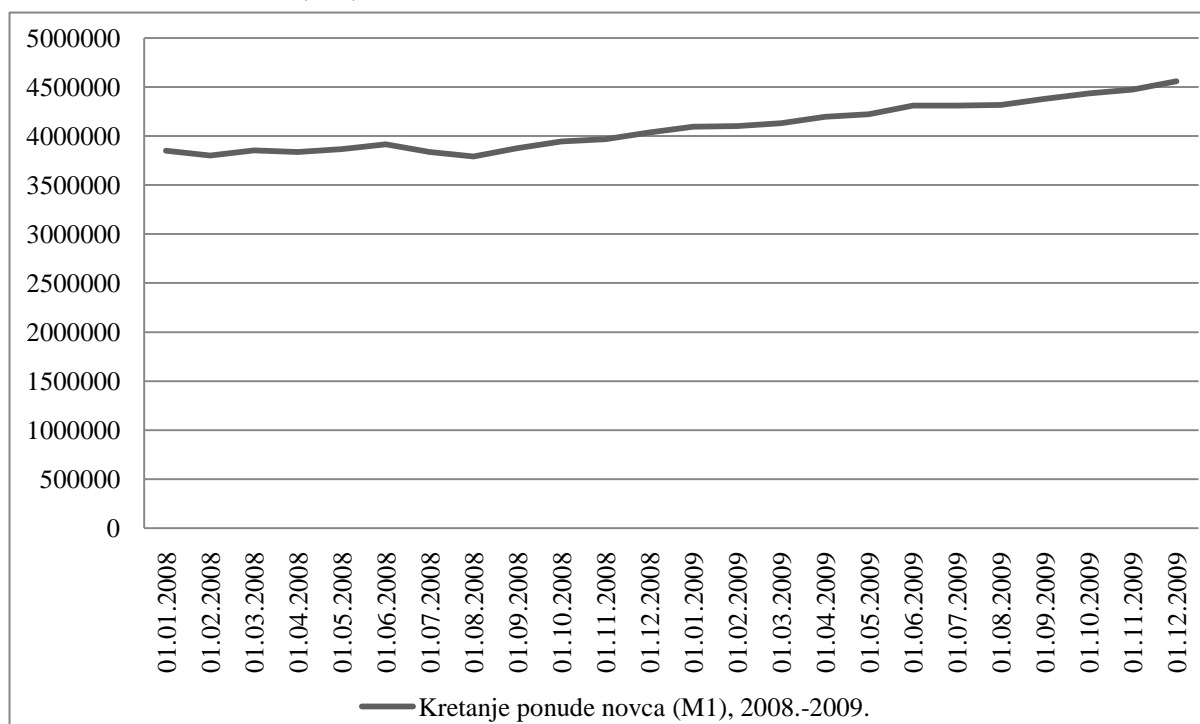
Nerizična kamatna stopa Eurozone = $0.4 \cdot$ njemačka državna obveznica + $0.35 \cdot$ nerizična stopa gospodarstva + $0.25 \cdot$ stopa Euribor-a

$$\text{NRKS Eurozone} = 0.4 \cdot 1.38 + 0.35 \cdot 1.7 + 0.25 \cdot 1.225 = \mathbf{1.45325\%}$$

Procjenom na ovaj način dobiva se iznos nerizične kamatne stope Eurozone te ona iznosi 1,45%.

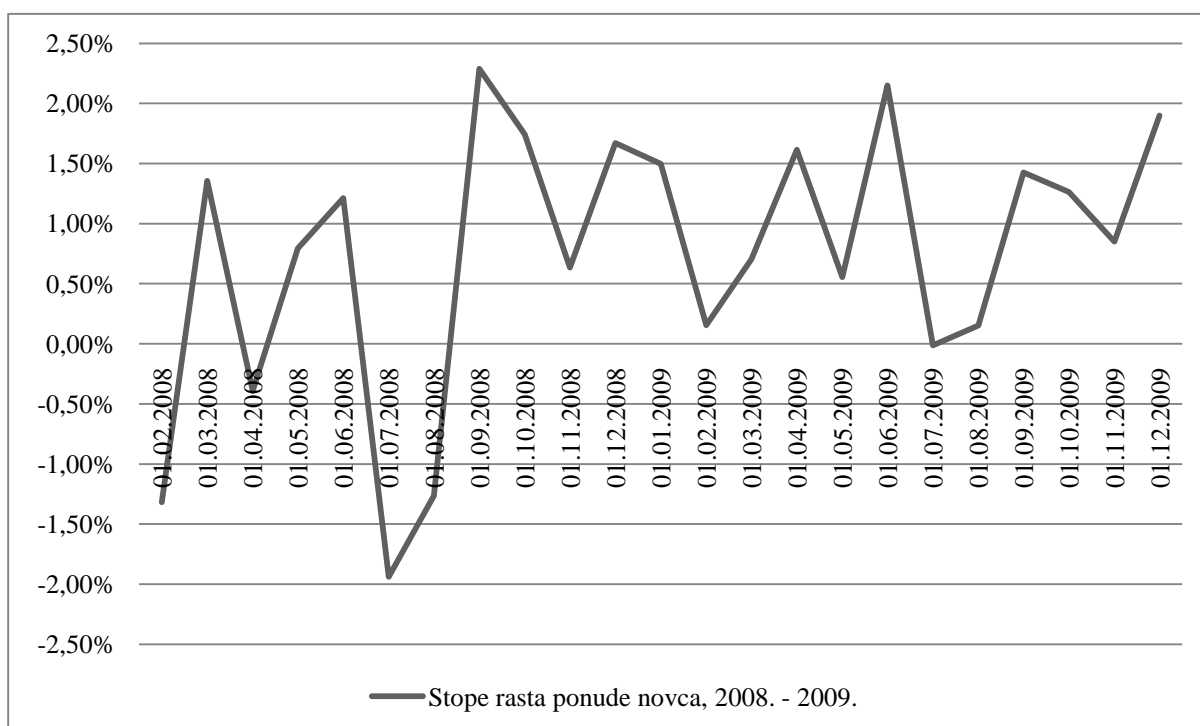
DODATAK

Graf 3. Ponuda novca (M1)



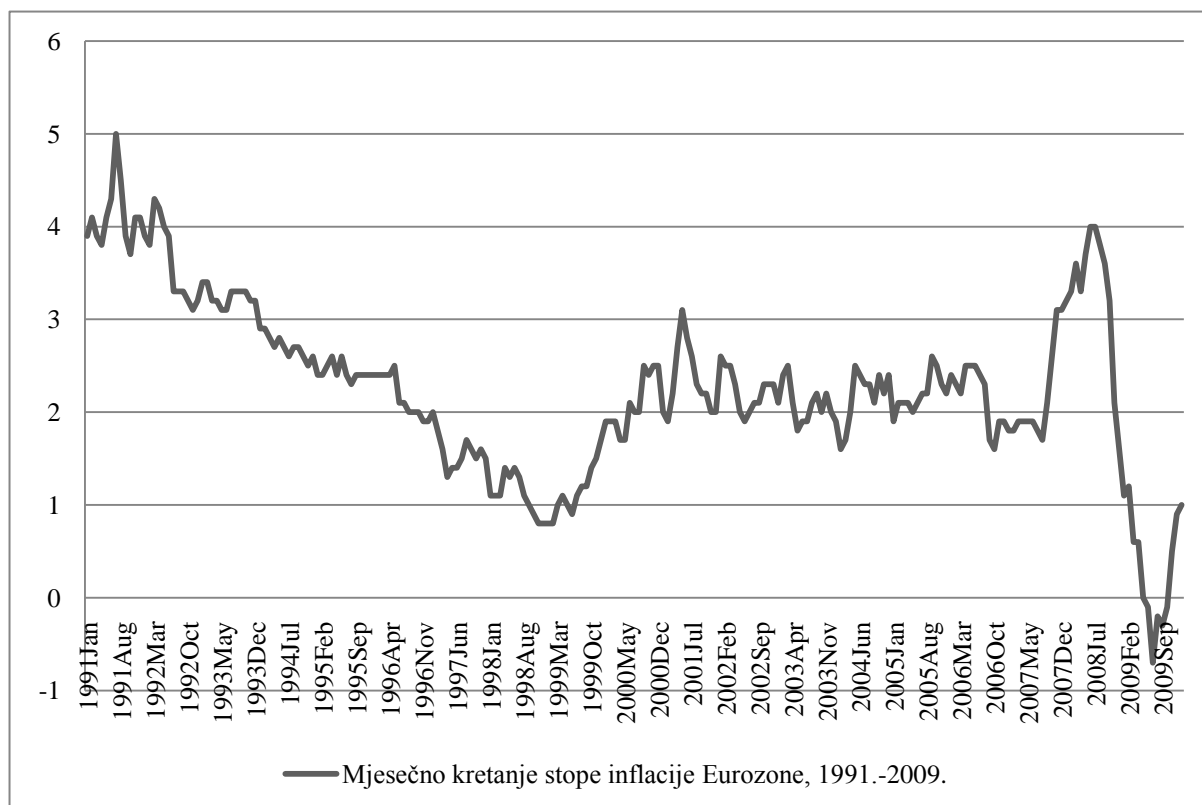
Izvor: ECB: <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>

Graf 4. Stope rasta ponude novca



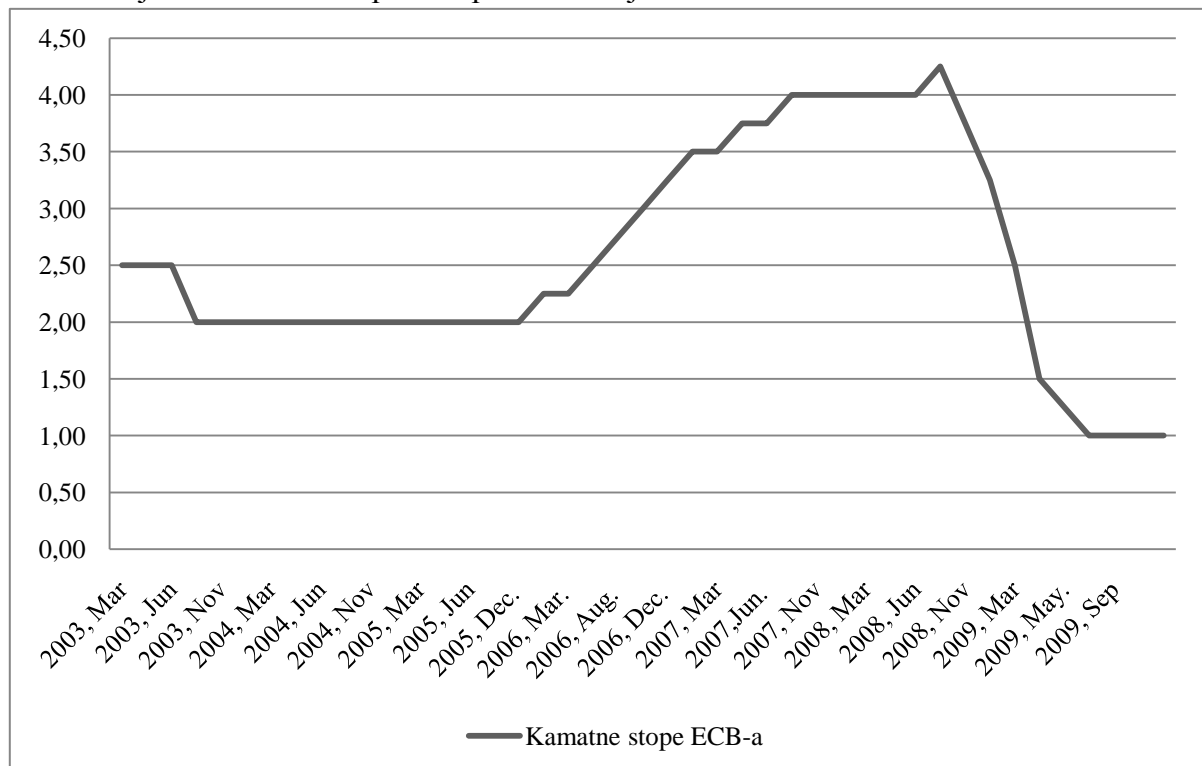
Izvor: ECB: <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>

Graf 5. Stope inflacije



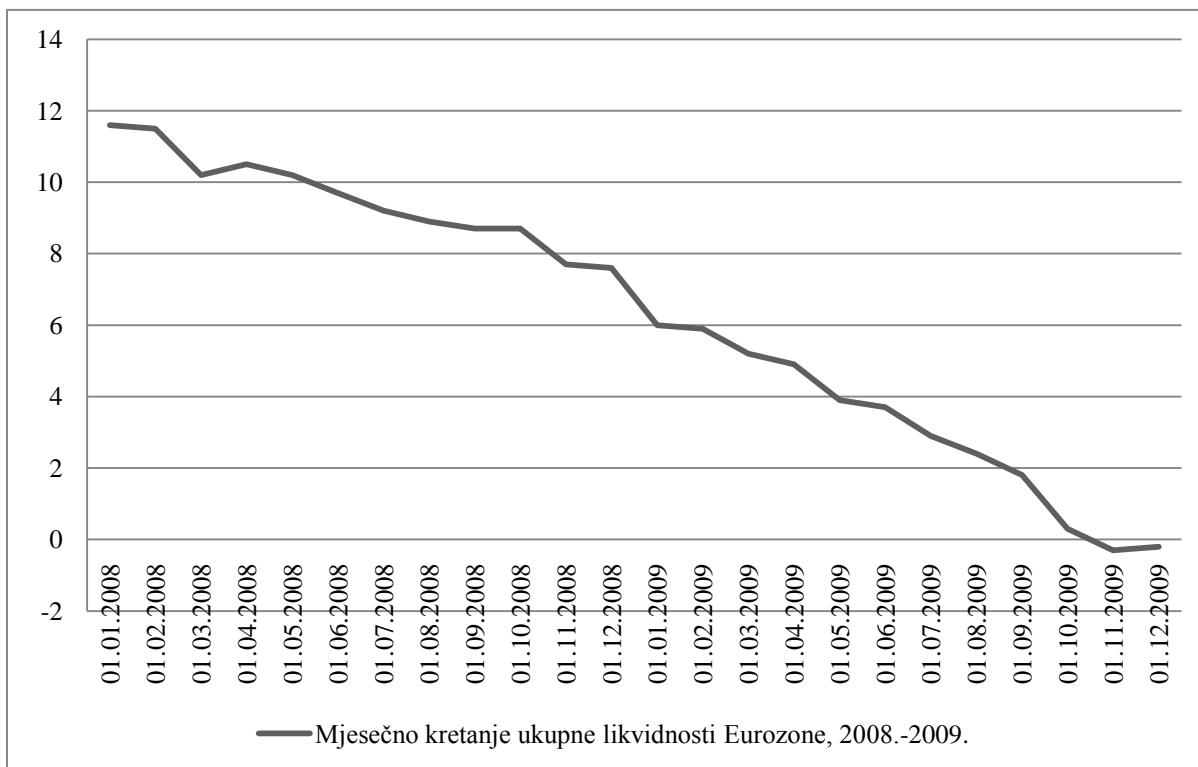
Izvor: Eurostat: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

Graf 6. Ključne kamatne stope Europske središnje banke



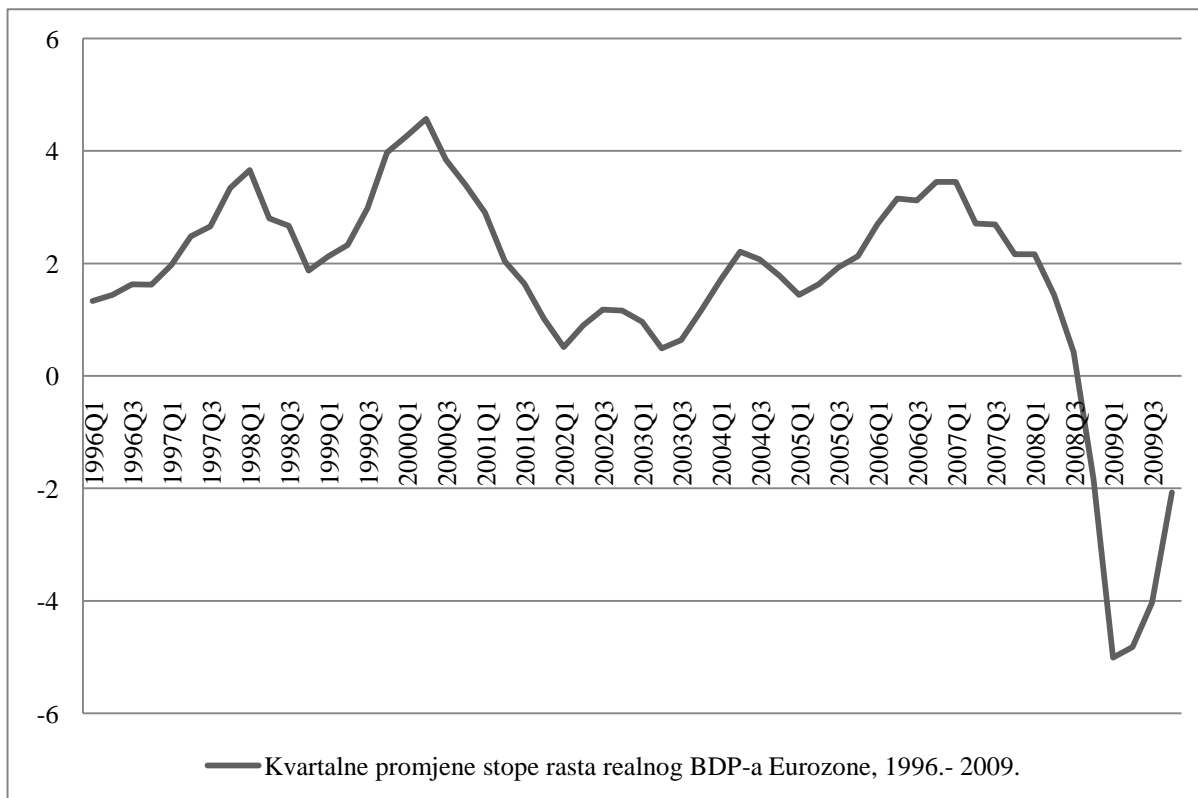
Izvor: ECB: <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>

Graf 7. Ukupna likvidnost Eurozone



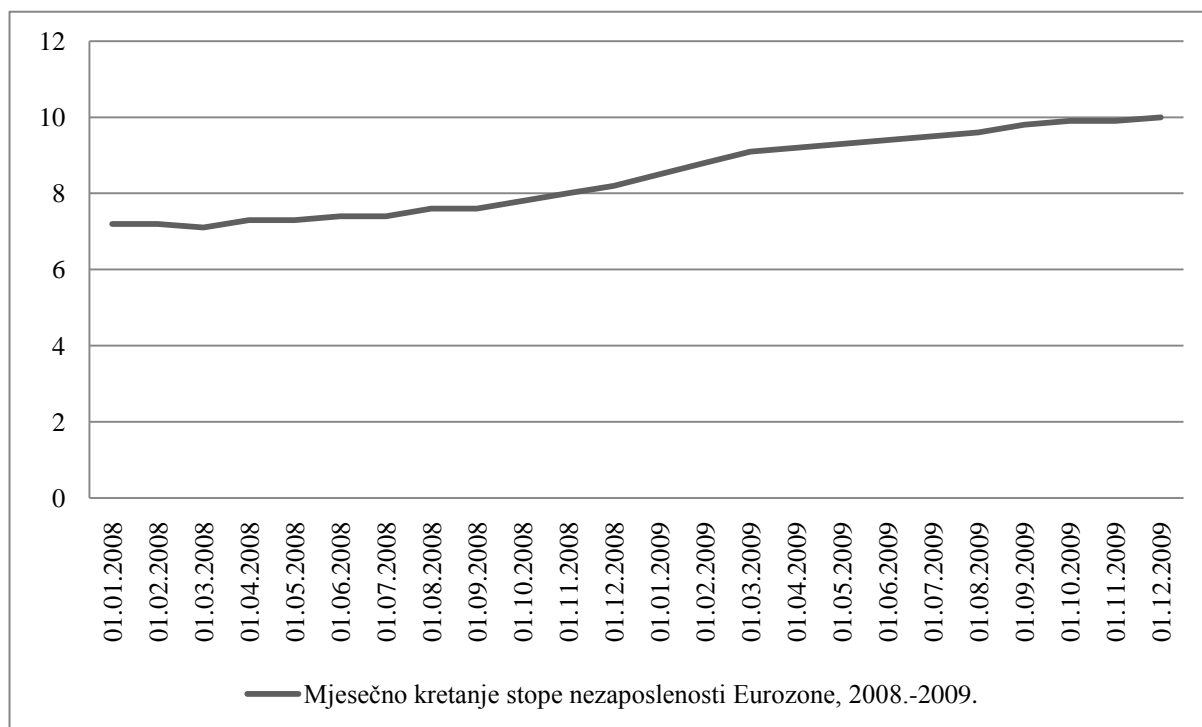
Izvor: Eurostat: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

Graf 8. Stope rasta BDP-a Eurozone



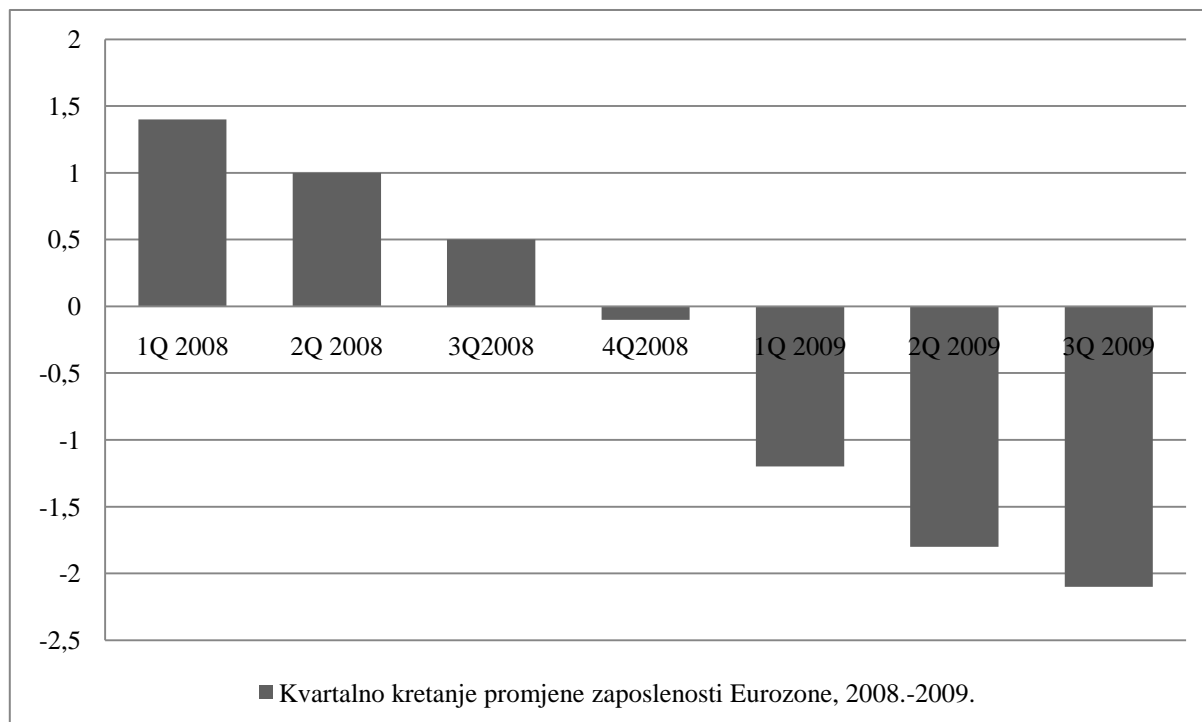
Izvor: Eurostat: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

Graf 9. Nezaposlenost Eurozone



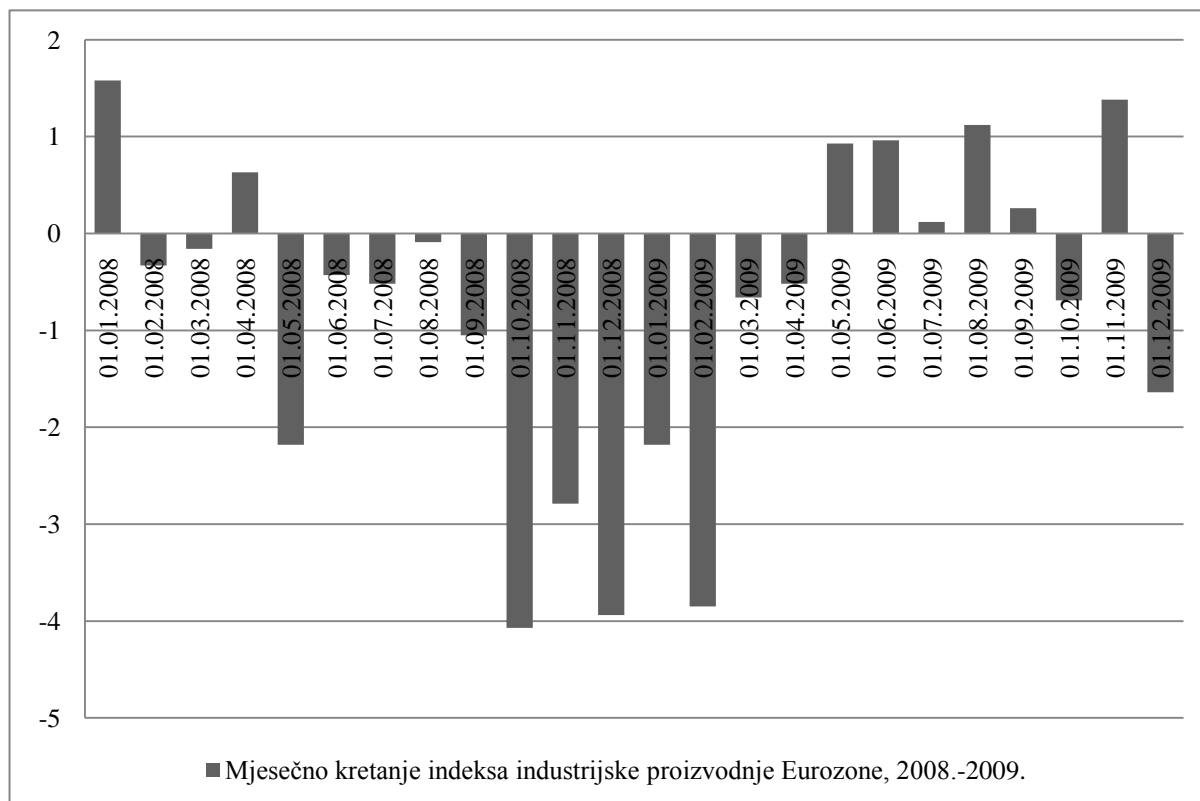
Izvor: Eurostat: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

Graf 10. Zaposlenost Eurozone



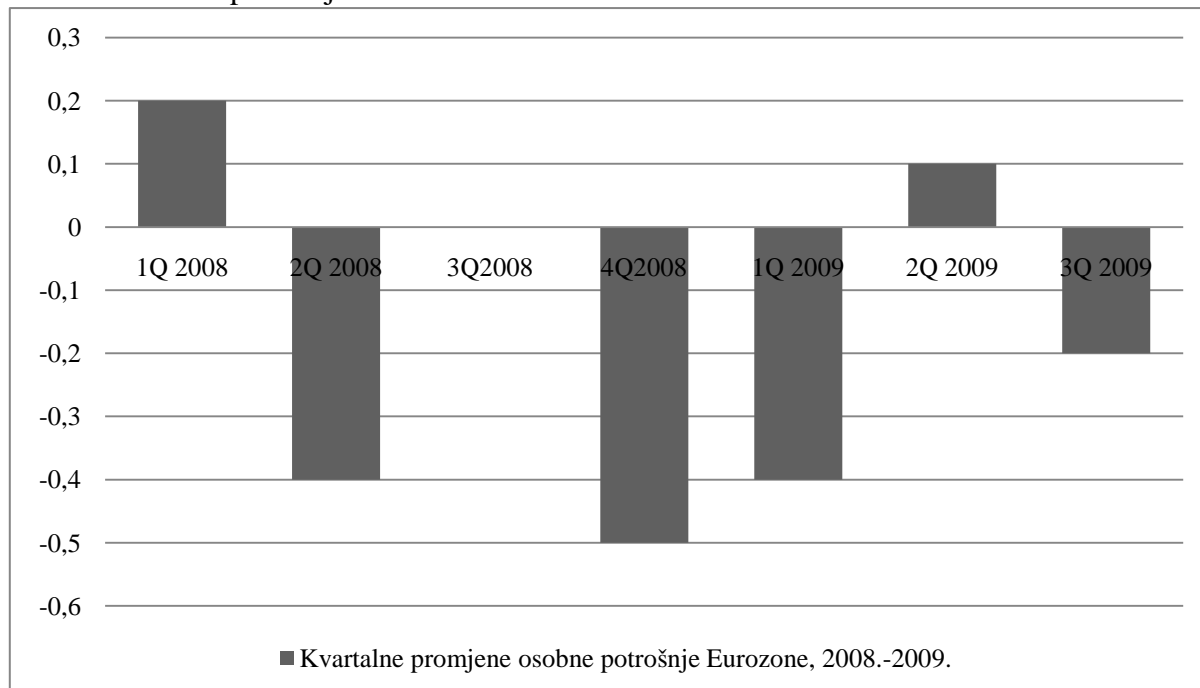
Izvor: Eurostat: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

Graf 11. Indeks industrijske proizvodnje Eurozone



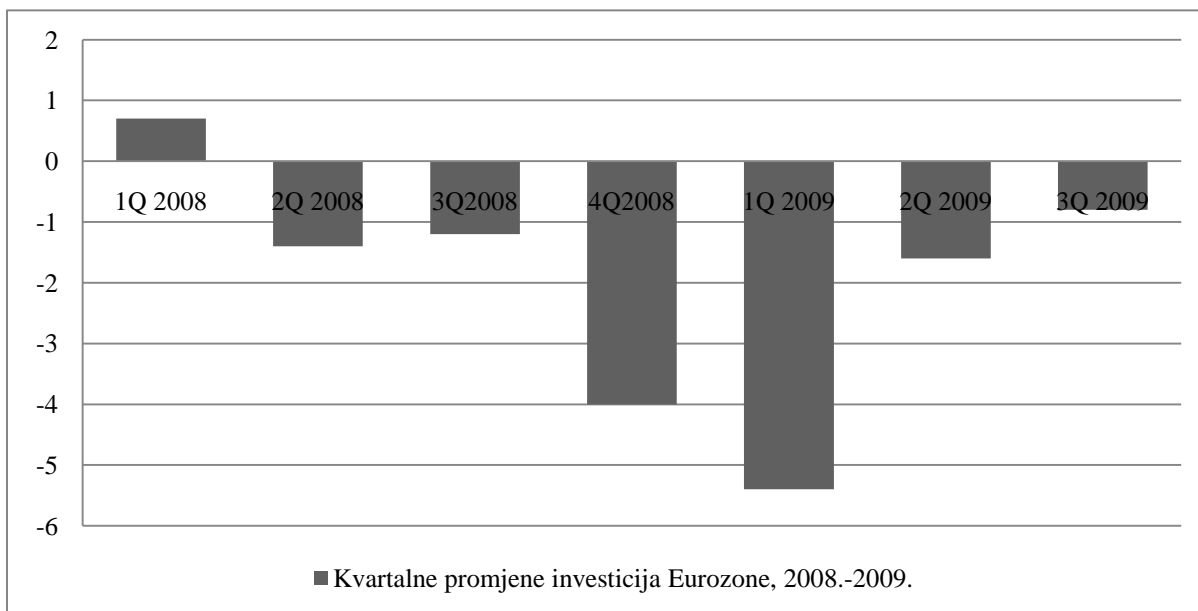
Izvor: Eurostat: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

Graf 12. Osobna potrošnja Eurozone



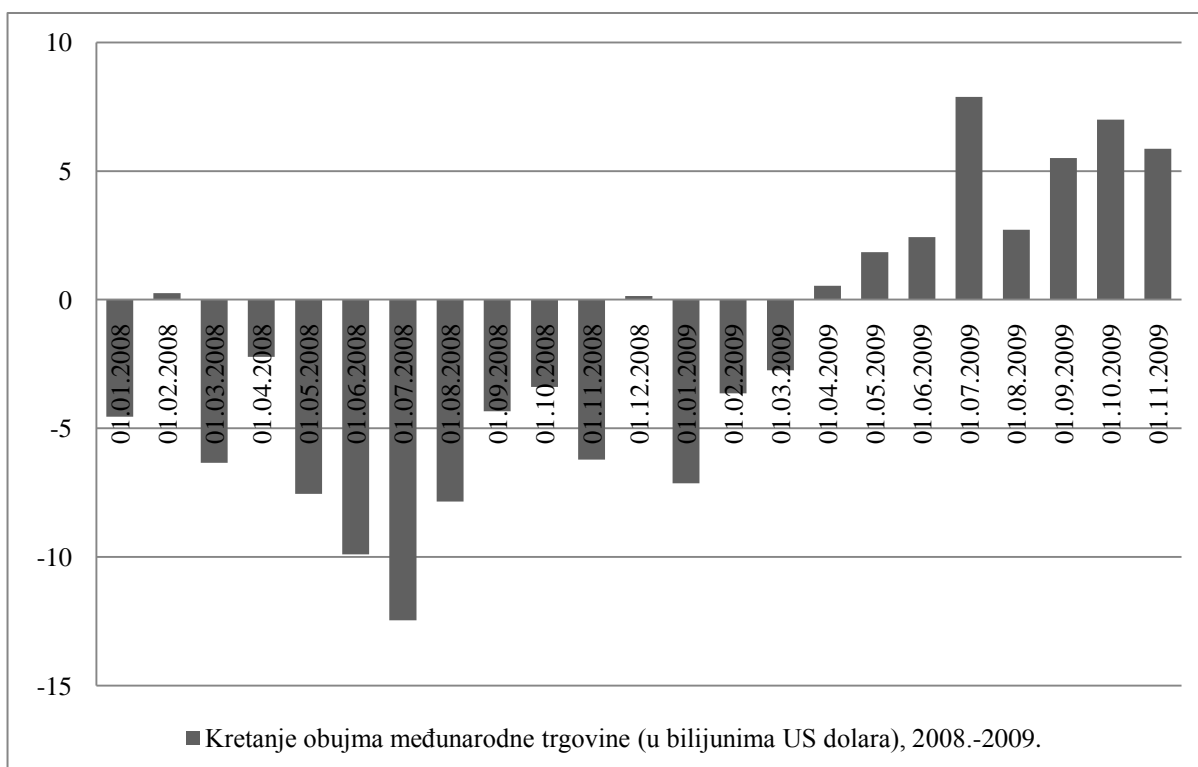
Izvor: Eurostat: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

Graf 13. Osobna potrošnja Eurozone



Izvor: Eurostat: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

Graf 14. Obujam međunarodne trgovine



Izvor: Eurostat: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>

Kontakti

Financijski klub

www.finance.hr

info@finance.hr

Student investitor

Marko Šlibar, voditelj

095-913-7359

marko.slibar@gmail.com

Tim za makroanalizu

Vuk Vuković, moderator

091-565-6216

vuk.vukovic1@gmail.com

Morana Jurković

098-1683-461

mjurkovic1@gmail.com