


Analiza investicijskih potencijala naftne industrije

Projektna skupina Student investor

SADRŽAJ

Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije	3
Analiza naftne industrije	16
 Analiza poduzeća Ina d.d.	58
Analiza poduzeća Petrol	71

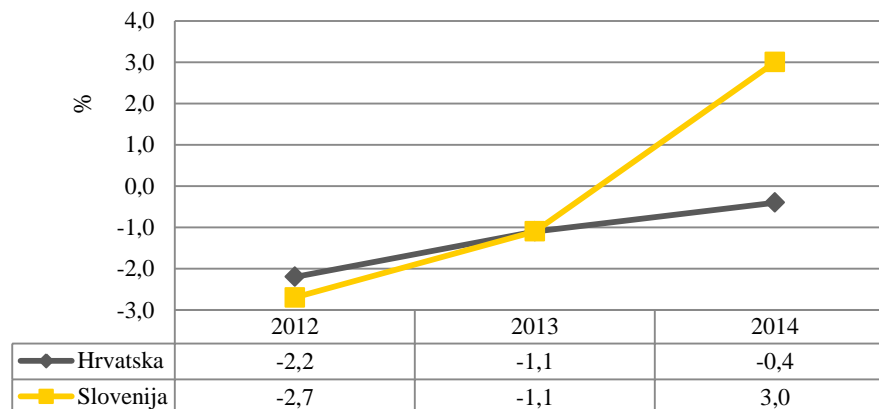
Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije

Realni sektor

Struktura i kretanje bruto domaćeg proizvoda (BDP)

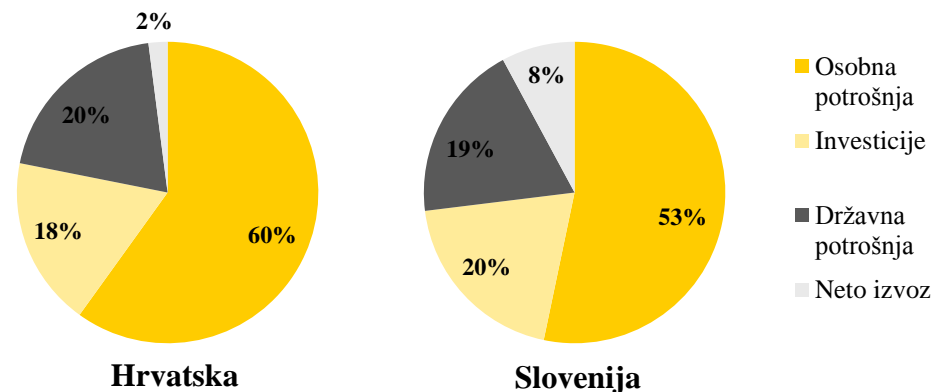
- Nominalni BDP **Hrvatske** se u 2014. godini kreće na razini od 43 milijarde eura, od čega na osobnu potrošnju otpada čak 26 milijardi ili 60% ukupnog BDP-a. Državna potrošnja se kreće na razini od 20% BDP-a, dok investicije zauzimaju ukupno 18%. Neto izvoz je na veoma niskoj razini i iznosi svega 2% BDP-a.
- S obzirom na osobnu potrošnju i investicije, **Slovenija**, s nešto manjim iznosom nominalnog BDP-a (36 milijardi eura), pokazuje vrlo slične udjele, dok se razlika pojavljuje na razini osobne potrošnje koja zauzima manji dio u odnosu na Hrvatsku, oko 53%. Slovenski neto izvoz veći je od Hrvatskog za 6 postotnih poena.
- U razdoblju od 2012. do 2014. godine zabilježen je pad osobne i državne potrošnje te rast udjela neto izvoza u obje države, dok je u Sloveniji zabilježen i rast investicija.
- Realna kretanja BDP-a u Hrvatskoj su od 2012. godine bila popraćena negativnim predznakom, čime je realna stopa rasta BDP-a (-2,2% u 2012.) bila negativna sve do 2014., kao posljedica krize čiji su efekti uzrokovali višegodišnji pad ekonomije na međunarodnoj razini.
- Usprkos negativnom predznaku, ipak je vidljivo povećanje realne stope rasta BDP-a iz godine u godinu za cca. 1 postotni poen. Slovenija je iskazala sličan trend, međutim, za razliku od Hrvatske, ostvarila je pozitivnu realnu stopu rasta BDP-a u 2014. u iznosu od 3%, dok je Hrvatska te iste godine ostvarila negativnu realnu stopu rasta BDP-a od -0,4%.
- Prema podacima Svjetske banke, Hrvatska je u 2014. godini u ukupnom poretku od 212 svjetskih zemalja bila na 54. mjestu s obzirom na veličinu BDP-a per capita koji je te godine iznosio 10.157 eura po stanovniku. Slovenija je u nešto boljem položaju, u ukupnom poretku zauzima 37. mjesto s iznosom BDP-a per capita od 18.100 eura.

Stopa rasta realnog BDP-a, %



Izvor. Eurostat

Dekompozicija BDP-a u 2014. godini



Izvor. Eurostat

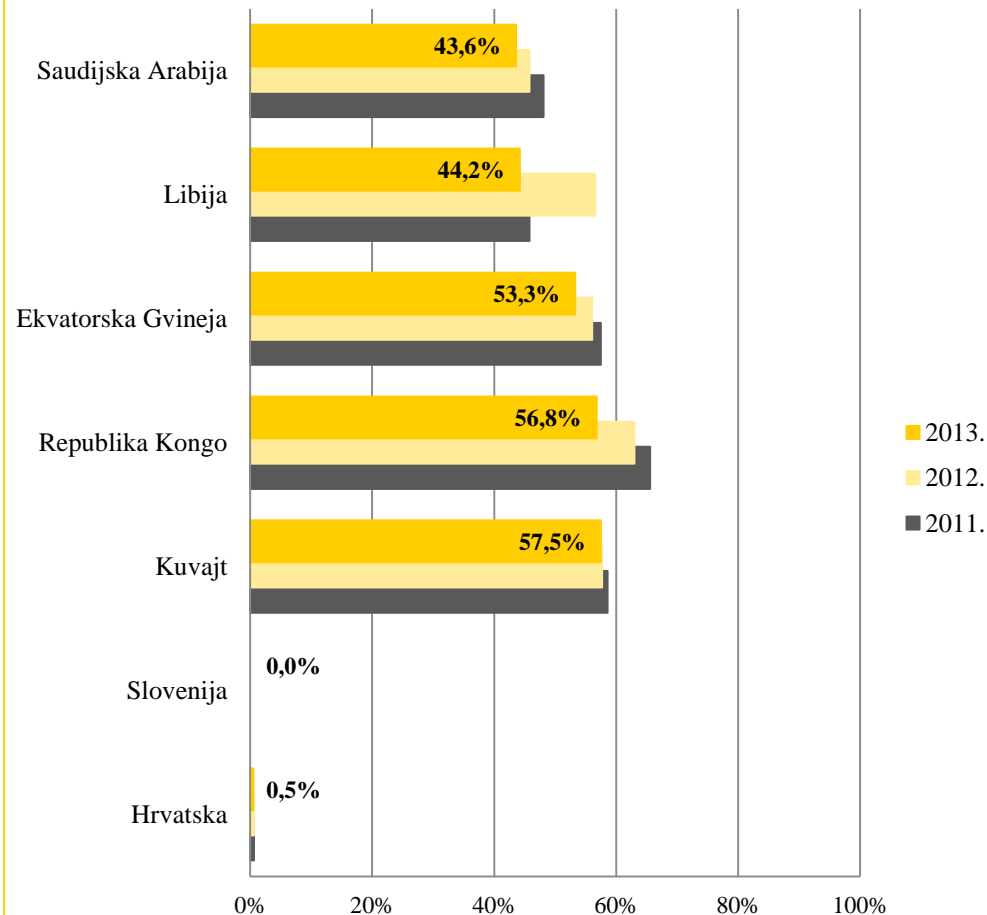
Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije

Realni sektor

Udio nafte u BDP-u

- Prosječni udio energetskog i naftnog sektora u ukupnom outputu Hrvatske iznosio je 8,4%, dok je udio slovenskog energetskog i naftnog sektora u ukupnom outputu bio manji te je iznosio prosječno 5,8%. Usprkos očekivanom pozitivnom učinku nakon ulaska Hrvatske u EU, energetski sektor i dalje prolazi kroz izazovno razdoblje, pri čemu je ključan čimbenik poslovanja poduzeća u energetici bio nedostatak gospodarskog oporavka. Energetski i naftni sektor su i dalje veoma regulirani i pretežno u državnom vlasništvu.
- Tržište naftnih derivata liberalizirano je 2014., čime je ukinut državni nadzor nad maloprodajnom cijenom derivata te je ona u potpunosti prepuštena tržištu.
- 2009. godine, uvozilo se preko 50% energije te je u Strategiji zaključeno kako se ovisnost o uvozu energije povećava. Tijekom 2011., taj je trend nastavljen, tako da je vlastita opskrbljenost energijom iznosila 48,9%, dok je u 2013. povećana na 54%.
- Prema strukturi ukupne potrošnje energenata, tekuća goriva i prirodni plin još su uvijek najznačajniji energenti (67% ukupne potrošnje u 2011.).
- U 2014. bila su registrirana 4 poslovna subjekta za djelatnost vađenja sirove nafte i prirodnog plina, 14 poslovnih subjekata za proizvodnju koksa i rafiniranih naftnih proizvoda te 560 poduzeća za djelatnost opskrbe električnom energijom, plinom, parom i klimatizacijom pa bismo mogli reći da u sektoru energetike i naftne industrije nema mnogo poduzeća.
- Ukupna potrošnja energije u Hrvatskoj u 2012. godini smanjena je za 4,7% u odnosu na 2011., dok je u 2013. povećana za 4,1%. Proizvodnja sirove nafte u Hrvatskoj u 2013. u odnosu na 2012. porasla je 0,1%. Potencijalne zalihe nafte i plina u Hrvatskoj su u 2014. iznosile 747 milijuna tona ekvivalentne nafte, od čega se 184 milijuna odnosi na naftu, koju Hrvatska godišnje troši u iznosu od tri milijuna tona.
- Prema veoma niskom udjelu nafte u BDP-u, možemo zaključiti kako je Hrvatska s 0,5% daleko od bogatih zemalja čiji udio nafte u ukupnom outputu iznosi oko 40-60%, no u boljem je položaju u odnosu na Sloveniju.

Udio nafte u BDP-u



Izvor: Eurostat

Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije

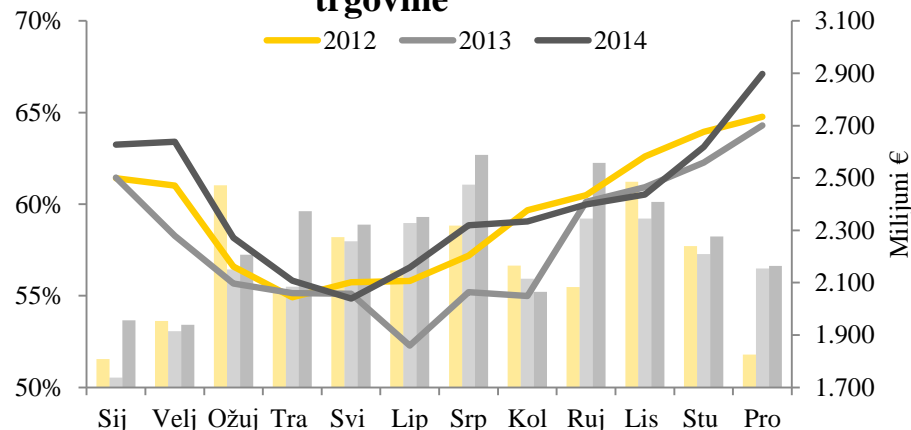
Vanjskotrgovinska razmjena Hrvatske

- Obujam robne razmjene Hrvatske s inozemstvom u 2014. godini iznosio je 27,2 milijardi eura, što predstavlja rast od 5,28% u odnosu na 2012. godinu.
- Uvoz je rastao 2,59% 2013., te 4,5% 2014. Izvoz je u 2013. bio veći 0,3% u odnosu na 2012, dok je u 2014. rastao za 8,96%. Glavni pokretač izvoza bio je rast izvoza prerađivačke industrije od 8,56% (tj. 7,56% kontribucije u rastu izvoza) gdje se posebno ističe rast izvoza odjeće(56,51%) i prehrambenih proizvoda(18,11%).
- Povećanje vrijednosti izvoza pripisuje se pristupanju EU čija je finalna potrošnja u 2014. rasla 1,2%, pa je tako rast izvoza u zemlje članice u 2013. iznosio 6,43%, a u 2014. 12,75%. Uvoz zemalja članica EU u RH rastao je sporijim tempom (4,47% u 2013., te 7,98% 2014.) zbog stagnacije rasta hrvatskog gospodarstva.
- Navedena kretanja dovela su do povećanja pokrivenosti uvoza izvozom koji je za 2014. iznosio 71,8%, no oporavkom domaće potražnje i rastom uvoza koeficijent pokrivenosti mogao bi opet promijeniti smjer kretanja.

Vanjskotrgovinska razmjena nafte i naftnih derivata

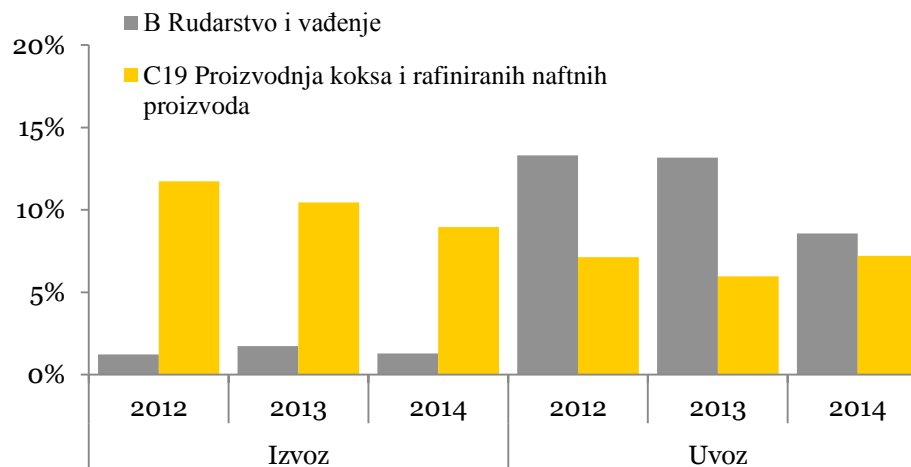
- Iako na području Hrvatske postoje naftna polja, ona su nedostatna da se podmiri domaća potražnja, pa se sirova nafta pretežno uvozi i rafinira te se u prosjeku 45% rafinirane nafte izvozi.
- U 2012. proizvodnja je iznosila 614 tisuća, a 2014. 595 tisuća tona sirove nafte, dok je uvoz za navedene godine iznosio 2.829 tisuća, odnosno 2.353 tisuća tona, dok izvoza iste nije bilo.
- Dok je realni pad uvoza iznosio 3,09%, vrijednosno izraženo taj je pad iznosio čak 30,98% u odnosu na 2012. godinu. Razlog tako velike stope pada vrijednosno izraženog uvoza je smanjenje cijene sirove nafte u drugoj polovici 2014. nakon što je bila relativno stabilna u 2012. i 2013. godini.
- Hrvatska podjednako uvozi i izvozi rafiniranu naftu, točnije u 2014. uvezla je 1579, a izvezla 1549 tisuća tona, a izraženo vrijednosno kao udio ukupnog izvoza/uzvoza, vidljivo je blagi trend pada izvoza, kao i rasta uvoza u 2014. Glavni je razlog smanjenje domaće proizvodnje od gotovo 12%, pa je dio domaće potražnje morao biti nadomješten uvozom.

Pokrivenost uvoza (3mma); Obujam vanjske trgovine



Izvor: Državni zavod za statistiku

Udio u ukupnom izvozu i uvozu (u%)



Izvor: Državni zavod za statistiku

Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije

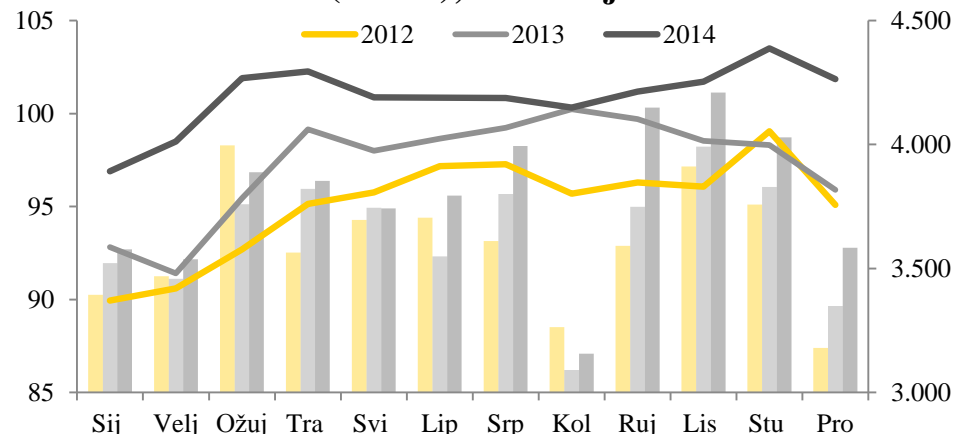
Vanjskotrgovinska razmjena Slovenije

- Obujam robne razmjene Slovenije s inozemstvom u 2014. godini bio je 5,51% veći u odnosu na 2012. godinu. Prema podacima iz 2014. trgovinska razmjena sa zemljama članicama EU činila je čak 77,3% ukupne trgovine.
- Izvoz Slovenije u 2013. bio je 2,32% veći nego 2012., a 2014. je izvoz zabilježio rast od 6,44% u odnosu na prethodnu. Najznačajniji pokretač rasta izvoza, kao i u slučaju Hrvatske, bio je rast izvoza prerađivačke industrije s 6,6% rasta. U kontekstu ekonomskih grupacija, tu je ulogu zauzeo izvoz u zemlje EU s rastom od 8,44%, dok je izvoz u treće zemlje rastao tek 0,45%.
- Uvoz je u 2013. tek nezamjetno rastao 0,17%, dok se sljedeće godine povećao 2,11% potaknut rastom finalne potrošnje od čak 3%.
- Pokrivenost uvoza izvozom kontinuirano stabilno raste u promatranom periodu, te je prosječna stopa za 2014. iznosila 101,44%.

Vanjskotrgovinska razmjena nafte i naftnih derivata

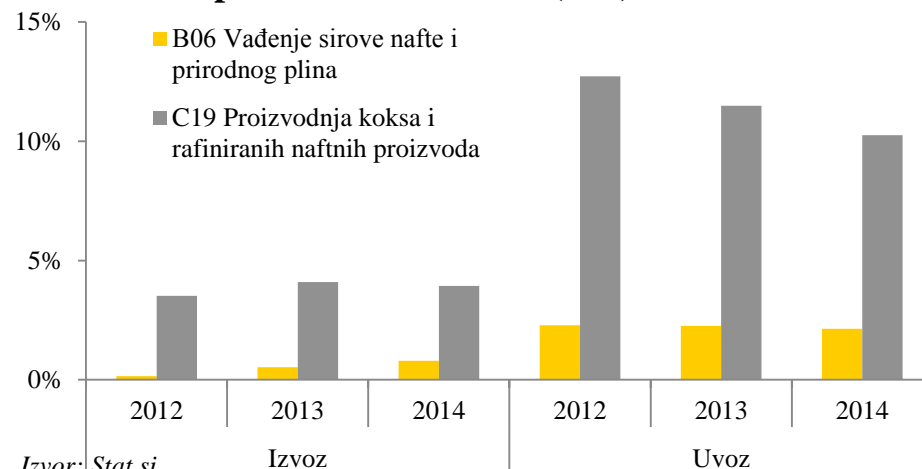
- Za razliku od Hrvatske, Slovenija je dominantan uvoznik i sirove i rafinirane nafte, posebice u slučaju sirove nafte s obzirom da njezina vlastita proizvodnja uopće ne postoji.
- Izvoz sirove nafte i prirodnog plina u 2014. iznosio je tek 0,43% ukupnog izvoza, što je ipak rast u odnosu na 2013. kada je iznosio neznatnih 0,15%. No taj se izvoz u većim djelom odnosi na izvoz prirodnog plina. Izvoz rafinirane nafte i koksa je stabilan na razini oko 4% ukupnog izvoza.
- Slovenija je veoma uvozno ovisna o nafti. U 2012. uvoz rafinirane nafte i koksa iznosio je 2,8 milijardi eura, dok je uvoz sirove nafte bio 369 milijuna eura. Udio uvoza i sirove nafte i prirodnog plina te rafinirane nafte dosegao je 15% ukupnog uvoza. Do 2014. taj se uvoz vrijednosno iskazano smanjio prvenstveno zbog pada cijena nafte na svjetskom tržištu.
- Petrol, kao najveća naftna kompanija u Sloveniji, zapravo je distributer naftnih derivata te on uvelike određuje volumen i strukturu uvoza nafte i njenih prerađevina, ali isto tako i izvoz svojim redistributivnim kanalima.

Pokrivenost uvoza (3mma); VT Obujam



Izvor: Stat.si

Udio u ukupnom uvozu i izvozu (u%)



Izvor: Stat.si

Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije

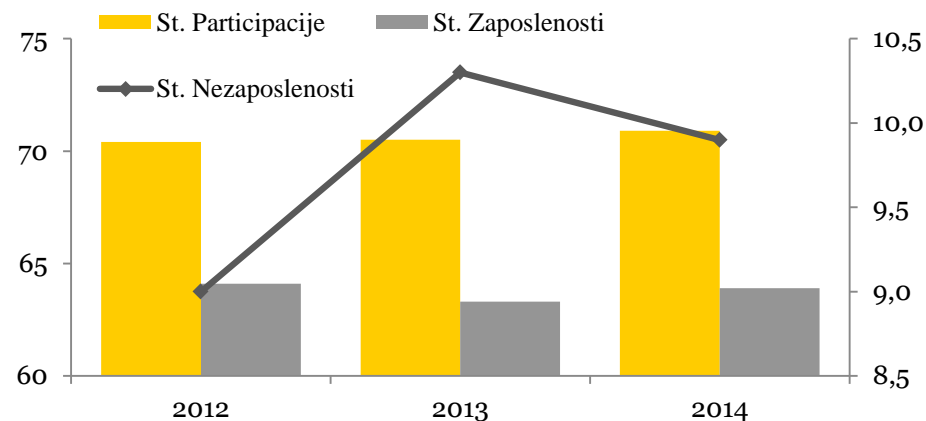
Tržište rada

- U 2014. godini Hrvatska je imala 2,826 milijuna radno sposobnog stanovništva, no tek je 66,1% aktivno sudjelovalo na tržištu rada prema anketi o radnoj snazi. Iako je to svojevrsno povećanje stope participacije u odnosu na 2012., kada je iznosila 63,9%, ona je još uvijek manja nego prosječna stopa EU koja iznosi 72,3%.
- Prema anketi o radnoj snazi u Hrvatskoj je u 2014. bilo zaposleno 1,541 milijuna stanovnika što je tek 1% više nego u 2012., pa je stopa zaposlenosti iznosila 54,6%. Rast stope zaposlenosti jednim je djelom posljedica rasta zaposlenosti radi polaganog oporavka gospodarstva (industrijska proizvodnja rasla je za 1,3%), dok je s druge strane i rezultat smanjenja radne snage.
- Stopa nezaposlenosti je u 2012. iznosila 16,3%, dok se sljedeće dvije godine zadržala na razini od 17,5%. Unatoč tome što je stopa nezaposlenosti ostala jednaka, nezaposlenost je u apsolutnom iznosu narasla za 2,7%.
- Prosječna mjesečna neto plaća u 2014. godini iznosila je 5.533 kune što je blago povećanje u odnosu na 2012. kad je iznosila 5.478 kuna.

Tržište rada u sektoru nafte i naftnih derivata

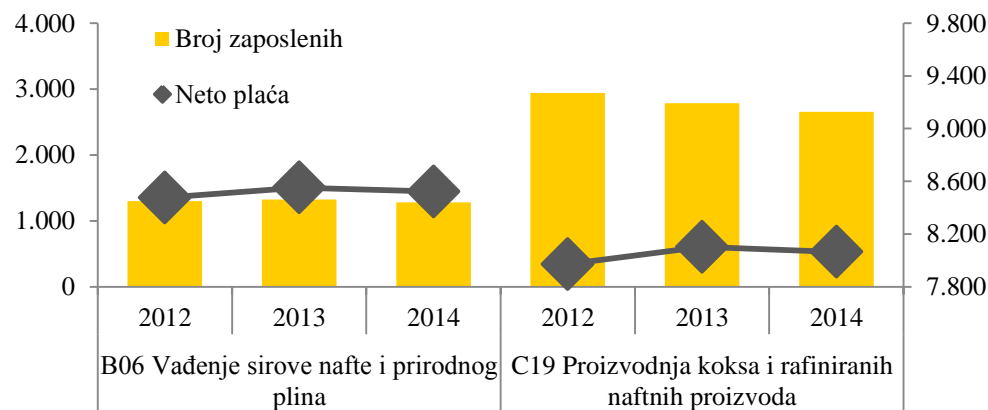
- U sektoru vađenja sirove nafte i prirodnog plina bilo je zaposleno 1.299 osoba u 2012., 1.326 u 2013. te 1.280 osoba u 2014. godini. Pad zaposlenih u 2014. možemo pripisati padu cijene nafte na svjetskom tržištu.
- U sektoru proizvodnje koksa i rafiniranih naftnih proizvoda broj zaposlenih je u blagom padu od 2012. godine te je on u 2014. godini iznosio 2.656 osoba. Udio zaposlenih u oba sektora povezana s naftom u ukupnom broju zaposlenih kod pravnih osoba je tek 0,36%.
- Prosječna mjesečna neto plaća kod vađenja sirove nafte i plina iznosila je u 2014. godini 8.522 kune, što je pad od -0,4% na godišnjoj razini. U usporedbi sa prosječnom plaćom u gospodarstvu, navedena je plaća za 54% veća.
- U sektoru proizvodnje koksa i rafiniranih naftnih proizvoda prosječna neto mjesečna plaća iznosila je 8.064 kuna u 2014. godini, te predstavlja pad od 0,5% na godišnjoj razini. I u ovom je sektoru prosječna neto plaća veća od prosječne plaće u gospodarstvu, i to za 46%.

Glavni indikatori tržišta rada



Izvor: Eurostat

Broj zaposlenih i prosječne mjesečne neto plaće



Izvor: Državni zavod za statistiku

Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije

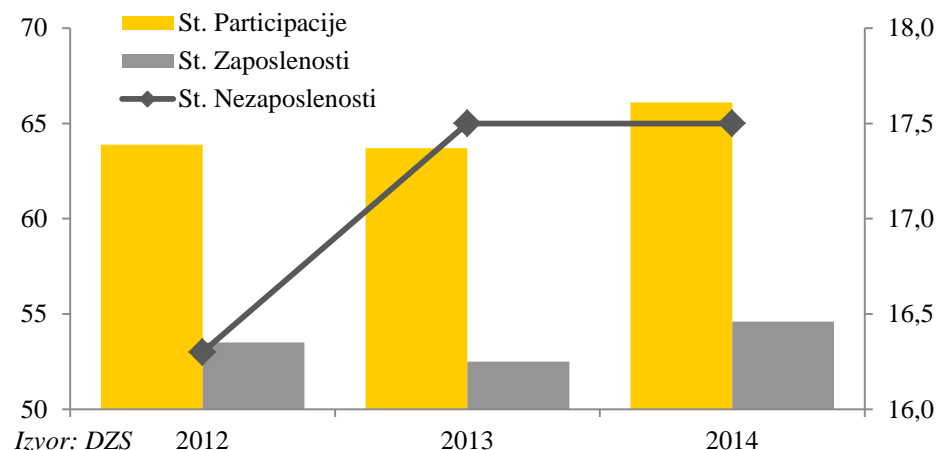
Tržište rada

- Slovenija je u 2014. imala 1,397 milijuna radno sposobnog stanovništva, a 70,9% radno sposobnog stanovništva je aktivno sudjelovalo na tržištu rada prema anketi o radnoj snazi. Što je tek 1,39 postotnih poena manje od prosjeka EU. Stopa participacije relativno je stabilna u promatranom razdoblju, pa je tako u 2012. bila tek neznatno manja na razini od 70,41%.
- Stopa zaposlenosti također je relativno stabilna na razini od 63,9% u 2014. godini. Broj zaposlenih je u 2013. pao za 2% usljed pada industrijske proizvodnje od 1,4%. No u 2014. broj zaposlenih je blago porastao za 0,5% na 892,5 tisuće zaposlenih, a rasla je i industrijska proizvodnja za 1,7%.
- Stopa nezaposlenosti relativno je niska. U 2014. je iznosila je 9,9% što je 0,5 postotnih poena manje od prosječne stope nezaposlenosti EU. Broj nezaposlenih je narastao u 2013. za 6,6 tisuća, usljed već navedenih razloga, dok je u 2014. pao za 1,2 tisuće te je iznosio 49,2 tisuće osoba.
- Prosječna mjesečna neto plaća je blago rasla u navedenom periodu, te je za 2014. godinu iznosila 1.005,34 eura.

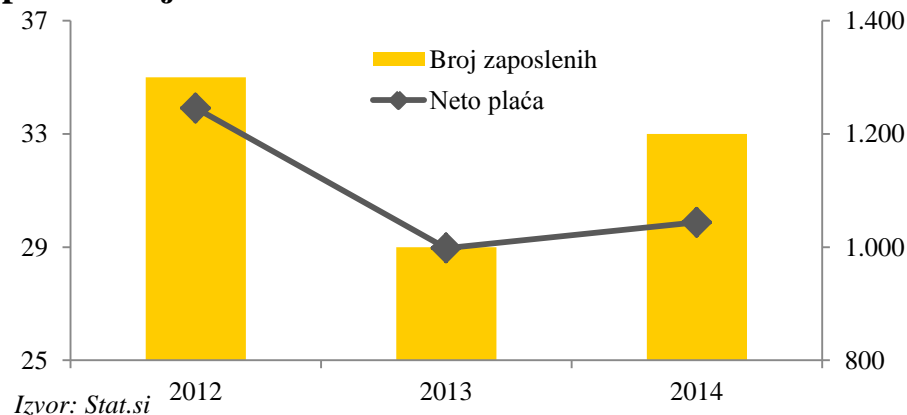
Tržište rada u sektoru nafte i naftnih derivata

- U sektoru vađenja sirove nafte (B06.1 prema NACE Rev. 2) u Sloveniji nije zaposlena niti jedna osoba u promatranom razdoblju.
- U sektoru proizvodnje sirove nafte (C19.2 prema NACE Rev.2) broj zaposlenih u 2012. bio je 35 osoba, 29 osoba u 2013. te 33 u 2014. godini. Broj zaposlenih u navedenom sektoru kao udio u ukupnom broju zaposlenih iznosi manje od 0,001%, te je on praktički zanemariv.
- Prosječna mjesečna neto plaća u 2014. iznosila je 1.043,75 eura, što je za 16,2% manje nego u 2012. S obzirom na zanemariv udio sektora na tržištu rada, besmisleno je detaljno analizirati razloge takvoga pada s makroekonomskog stajališta.
- Zanimljivo je još napomenuti kako su plaće ovog sektora tek 3,8% veće od prosječne plaće u slovenskom gospodarstvu.

Glavni indikatori tržišta rada



Broj zaposlenih i neto plaća u sektoru proizvodnje rafinirane nafte C19.2



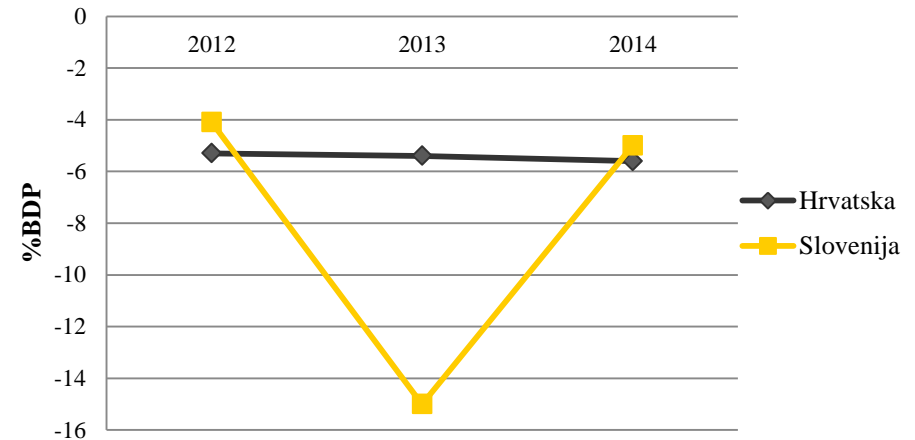
Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije

Javni sektor

Saldo državnog proračuna i javni dug

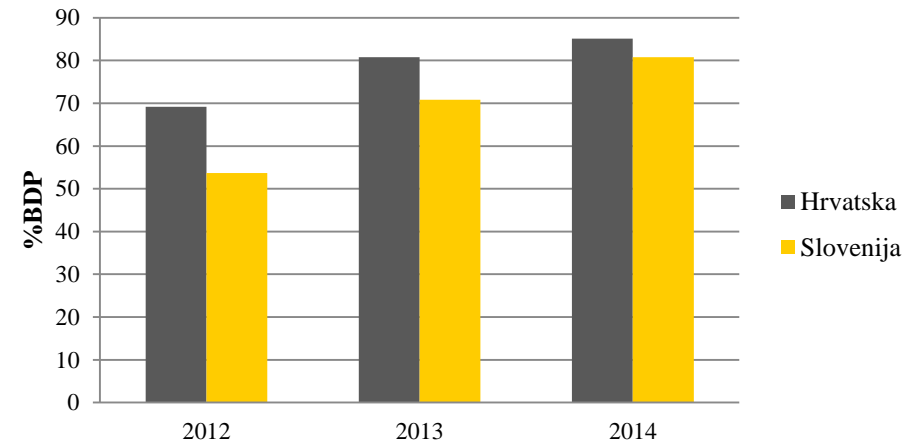
- Proračunski deficit Hrvatske u promatranom razdoblju stagnira na razini od oko 5% BDP-a te samo blago raste od 5.3% BDP-a u 2012. godini do 5.6% BDP-a u 2014. godini. Slovenski deficit bilježi znatno drugačija kretanja. Iako je u 2012. bio ispod hrvatskog na razini od 4.1%, već u 2013. godini raste na visokih 15% BDP-a te Slovenija time bilježi najveći proračunski deficit u Europskoj uniji.
- Razlog visokog slovenskog deficita je dokapitalizacija slovenskih banaka koje su bile pred bankrotom zbog velikih udjela loših kredita te su u tom razdoblju iz državnog proračuna primile ukupno 3.6 milijardi eura.
- Bez obzira na visoki deficit u 2013. godini, već u 2014. se saldo značajno smanjuje, ponovno ispod hrvatskog, na razinu od 5% BDP-a. Slovenija je u proceduri prekomjernog deficita od 2009. godine te je plan vlade bio smanjiti deficit do 2.9% BDP u 2015. godini što bi značilo izlazak Slovenije iz EDP-a te kraj sankcija Europske unije. Deficit je još uvijek na visokoj razini, uravnoteženje proračuna očekuje se tek u 2017. godini.
- Hrvatska je u proceduri prekomjernog deficita od 2014. godine zbog deficita proračuna koji je kontinuirano viši od 3%. Zahtjevi Europske unije su da deficit udovolji postavljenim kriterijima do 2016. godine, no prognoze u najviše slučajeva tvrde da se to neće dogoditi do najranije 2018. godine.
- Javni dug u obje zemlje kontinuirano raste u promatranom razdoblju. U svim godinama hrvatski javni dug viši je od slovenskog, no može se primjetiti da slovenski raste puno brže. Hrvatski javni dug je 2012. godine bio na razini od 69,2% BDP-a te se do 2014. godine povećao do razine od 85% BDP-a. Slovenski javni dug je 2012. godine bio na znatno nižoj razini od hrvatskog, oko 53% BDP-a te do 2014. godine dosega 80% BDP-a. I u slučaju Hrvatske i Slovenije predviđa se daljni rast javnog duga u narednim godinama te daljnje ugrožavanje kreditnog rejtinga uz izgledne mogućnosti ostanka proračunskog deficita na visokim razinama.

Saldo državnog proračuna, %BDP



Izvor: Eurostat

Javni dug, %BDP



Izvor: Eurostat

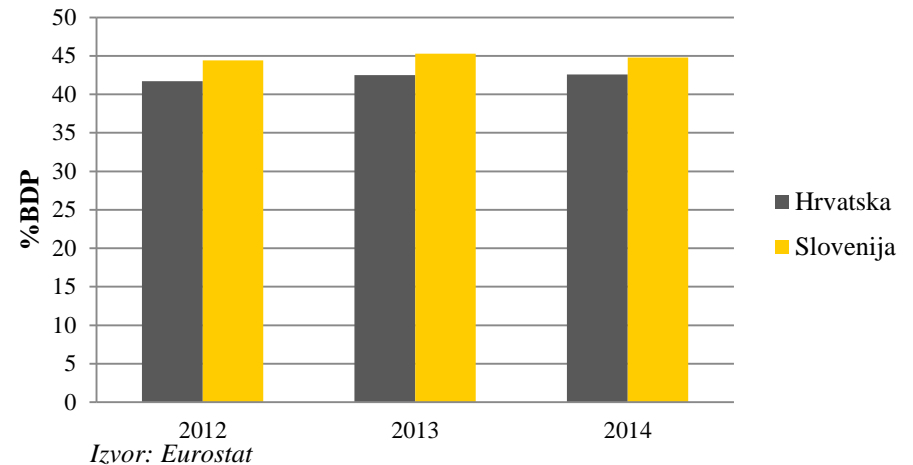
Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije

Javni sektor

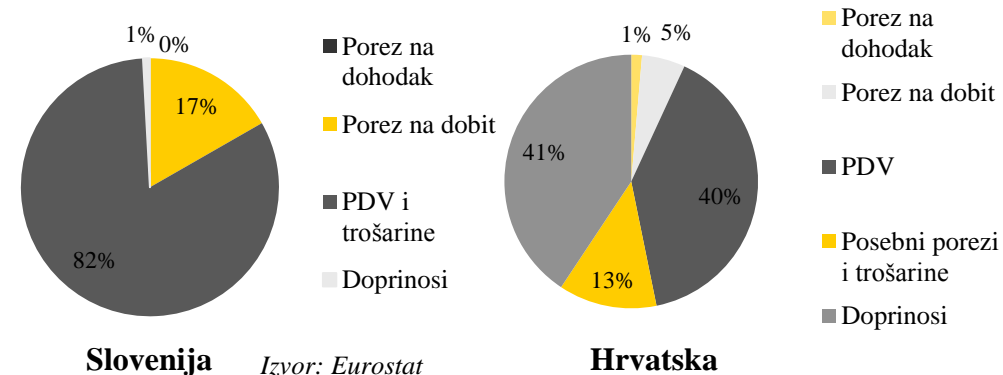
Struktura prihoda državnog proračuna

- Prihodi državnog proračuna se u obje zemlje kreću na gotovo istim razinama te stagniraju u cijelom promatranom razdoblju. Prihodi proračuna Slovenije su u svim godinama iznad Hrvatske za približno 3 postotna poena. Prihodi Hrvatske bilježe neznatno povećanje od 2012. godine s razine od 41.7% BDP-a na 42.6% u 2014. godini, dok slovenski rastu s razine od 44.4% BDP-a do 44.8% u 2014. godini.
- Pihodi od poreza u obje zemlje predstavljaju najvažniju i najveću stavku ukupnih prihoda proračuna. Zajednička crta struktura poreznih prihoda u obje zemlje je vrlo nizak i gotovo neznakažan udio poreza na dohodak. U strukturi slovenskih prihoda najznačajini su prihodi od poreza na dodanu vrijednost te trošarina koji čine ukupno 82% prihoda te iza njih prihodi poreza na dobit sa značajno manjim udjelom od 17% od ukupnih poreznih prihoda.
- Struktura hrvatskih poreznih prihoda je bitno drugačija. Najveći udio u ukupnoj strukturi imaju porez na dodanu vrijednost te doprinosu za mirovinsko i zdravstveno osiguranje s ukupnim udjelom od 81%. Posebni porezi i trošarine zauzimaju udio od 13%, dok porez na dobit pridonosi s niskih 5% od ukupnih poreznih prihoda.
- Slovenija u svojoj strukturi poreznih prihoda ima veće udjele i prihoda od poreza na dodanu vrijednost i poreza na dobit u odnosu na Hrvatsku, a u slučaju oba poreza ima niže porezne stope nego Hrvatska. Opća stopa poreza na dodanu vrijednost u Sloveniji je 22%, niža od PDV-a u Hrvatskoj gdje se primjenjuje stopa od 25%. Stopa poreza na dobit u Sloveniji iznosi 17% i jedna je od najnižih poreznih stopa u Europi, dok Hrvatska primjenjuje stopu od 20%.
- Stope poreza na dohodak u Sloveniji kreću se od 16 do 50% ovisno o primljenom dohotku i poreznom razredu, dok su u Hrvatskoj na nižoj razini od najnižeg razreda i 12% do najvišeg razreda i stope od 40%.

Ukupni prihodi državnog proračuna, %BDP



Struktura poreznih prihoda u 2014. godini



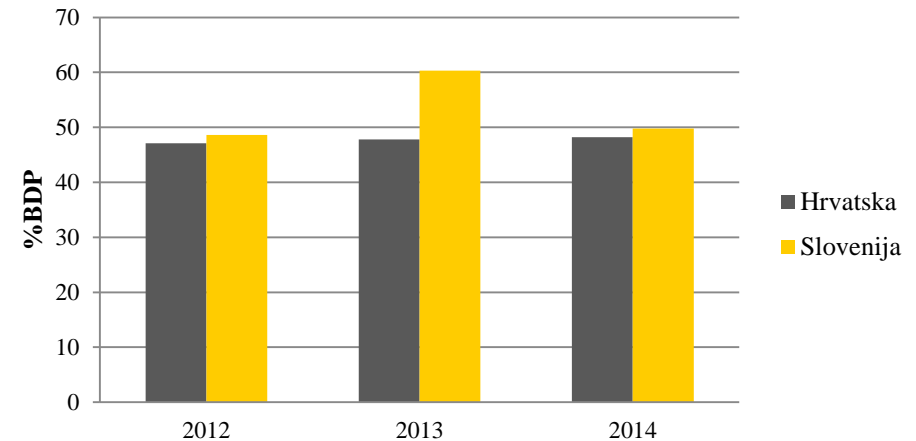
Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije

Javni sektor

Struktura rashoda državnog proračuna

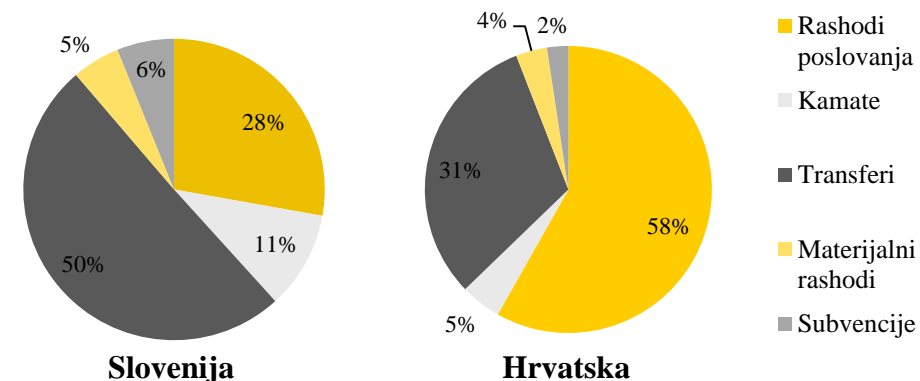
- Proračunski rashodi su u obje zemlje i u cijelom promatranom razdoblju veći od ukupnih prihoda što rezultira proračunskim deficitom i u Hrvatskoj i u Sloveniji.. Rashodi Slovenije su u sve tri promatrane godine veći nego rashodi Hrvatske, posebno u 2013. godini kada je Slovenija bilježila iznimno visok proračunski deficit uzrokovan dokapitalizacijom slovenskih banaka.
- Hrvatski rashodi bilježe samo blagi porast, od 2012. godine i razine od 47.1% do 2014. godine gdje iznose ukupno 48.2% BDP-a. Slovenski proračunski rashodi su se od 2012. do 2013. godine povećali za visokih 11.7 postotnih poena do razine od 60.3% BDP-a, da bi se do 2014. godine ponovno vratili na razinu iz 2012. od ukupno 49.8% BDP-a.
- U ukupnoj strukturi proračunskih rashoda Hrvatske najveći udio imaju rashodi poslovanja središnje države koji iznosi ukupno 58%. Unutar rashoda poslovanja najveći zauzimaju plaće za zaposlene u javnom sektoru. Drugi najveći udio u ukupnim rashodima imaju transferi, odnosno izdaci za mirovine, zdravstvo i razne oblike socijalne pomoći.
- Udio tranfera u ukupnim slovenskim rashodima znatno je veći nego u Hrvatskoj te zauzima ukupno 50% svih rashoda. Slovenski rashodi poslovanja su gotovo dvostruko manji nego u Hrvatskoj, ukupno 28% u ukupnoj strukturi. Izdaci za subvencije u Sloveniji su na 6%, a u Hrvatskoj na manjoj razini, na oko 2% ukupnih rashoda. Kamate plaćene na dug zauzimaju duplo veći udio u ukupnim rashodima, u iznosu od 11%, dok se u Hrvatskoj nalaze na razini od 5% ukupnih proračunskih rashoda.

Ukupni rashodi državnog proračuna, %BDP



Izvor: Eurostat

Struktura rashoda državnog proračuna u 2014. godini



Izvor: Eurostat

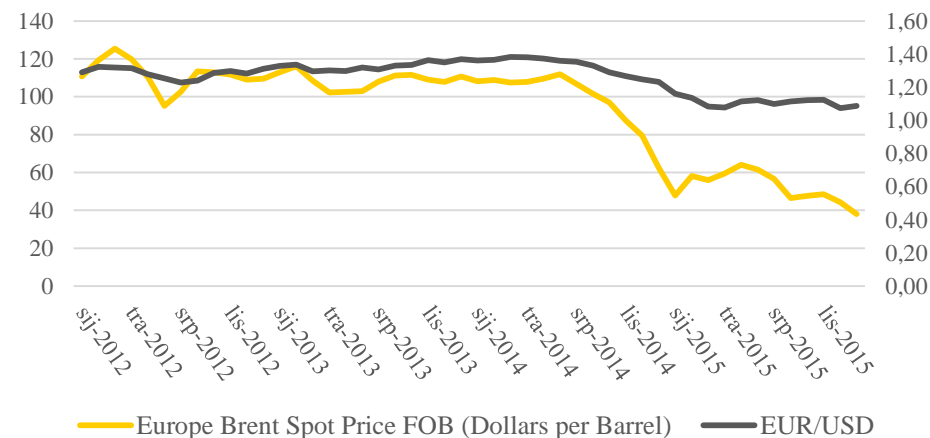
Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije

Financijski sektor

Cijene i tečaj

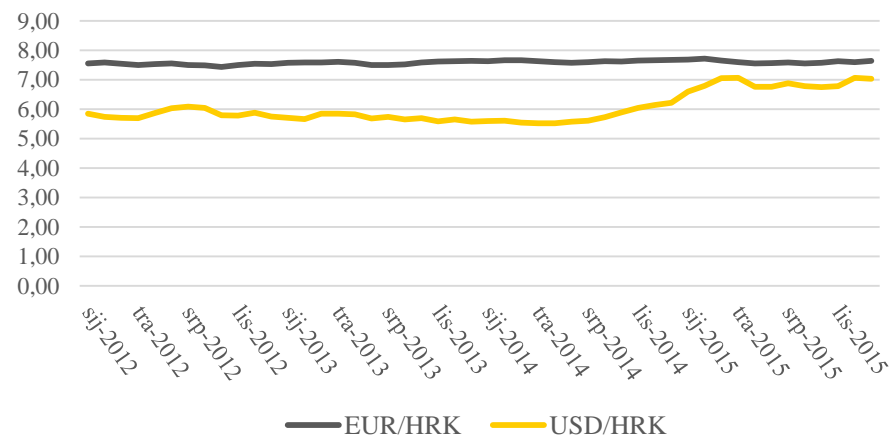
- Cijene sirove nafte su se u razdoblju od 2012. godine kretale vrlo stabilno i to većinom na razinama iznad 100 dolara po barelu. Na relativno visokoj razini zadržale su se i tijekom prve polovice 2014. godine kada se cijena barela sirove nafte tipa Brent kretala u rasponu između 104 i 115 USD za barel. Veliki šok na tržištu nafte dogodio se u drugoj polovici 2014. godine, kada je cijena barela nafte u samo 5 mjeseci pala sa 106,77 USD po barelu u srpnju te na 62,34 USD u prosincu iste godine.
- Postoji više uzroka koji su doveli do tolikog pada cijene sirove nafte. Prvenstveno se radi o povećanoj ponudi na tržištu do koje je došlo rastom proizvodnje nafte iz škrljevca u SAD-u, koji je do tada bio iznimno ovisan o uvozu nafte. Drugi važan faktor bio je slabija potražnja za naftom u svijetu, zbog nedovoljnog oporavka svjetske ekonomije od višegodišnje krize. Sve to je stvorilo viškove ponude nad potražnjom za naftu na svjetskom tržištu, što je uzrokovalo pad cijene.
- Sve do 2008. godine i početka globalne krize, govorilo se o snažnoj korelaciji između kretanja cijene sirove nafte i tečaja američkog dolara. Zbog velike uvozne ovisnosti, SAD bile su iznimno osjetljive na promjene cijene nafte, rast cijena uvozne nafte vodio je rastu deficita tekućeg računa, što je stvaralo deprecijacijski pritisak na dolar, povećavajući deficit tekućeg računa (za bilo koji volumen uvoza), što je uzrokovalo dodatno slabljenje dolara. No, nakon 2008. smanjena je uvozna ovisnost zbog rasta vlastite proizvodnje nafte iz škrljevca. U promatranom razdoblju skoro pa je nestala korelacija u kretanju cijena nafte i USD, stoga, kako je cijena nafte u posljednje vrijeme padala, a vrijednost dolara porasla, jedan trend ne objašnjava drugi.
- Kretanje tečaja američkog dolara prema euru u promatranom razdoblju bilo je relativno stabilno sve do 2014. u kojoj je američki dolar zamjetno ojačao. Tečaj američkog dolara prema euru na kraju 2014. iznosio je 1,22 EUR/USD, što je za 11,7% niže nego na kraju 2013. Glavni uzrok jačanja američkog dolara prema euru bio je slabiji oporavak i stagnacija eurozone, dok je američko gospodarstvo bilježilo ubrzani rast. Također tome su pridonijele i razlike u monetarnim politikama FED-a i ECB-a.

Cijena Brent sirove nafte i tečaj EUR/USD



Izvor: US Energy Information Administration, Eurostat

Tečaj EUR/HRK i USD/HRK



Izvor: Državni zavod za statistiku

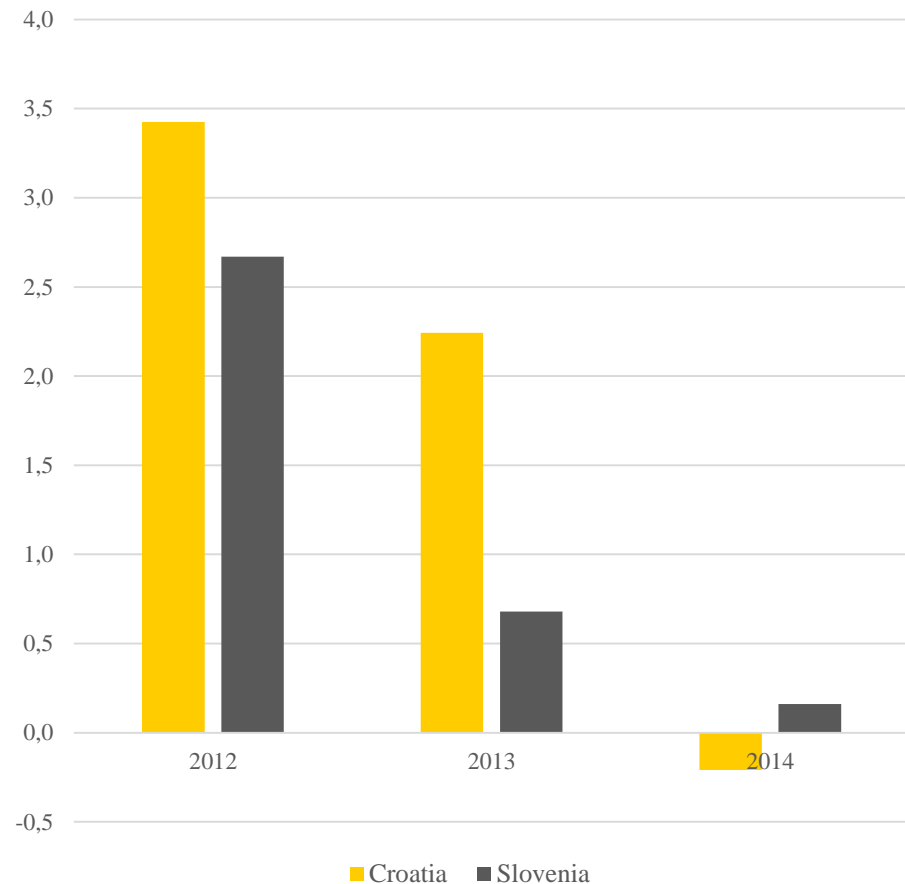
Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije

Financijski sektor

Cijene i tečaj

- Nominalni tečaj kune prema euru u promatranom razdoblju bio je očekivano stabilan, što je u skladu s monetarnom politikom koju provodi HNB. Tijekom 2014. dnevni tečaj kune prema euru kretao se u rasponu od -0,9% do 0,6% oko prosječnoga godišnjeg tečaja koji je iznosio 7,63 EUR/HRK, te je bio za 0,7% slabiji nego u 2013. godini. U odnosu na kraj 2013. godine, tečaj je deprecirao samo za 0,3% te je iznosio 7,66 EUR/HRK.
- Nominalni tečaj kune prema dolaru je također bio vrlo stabilan sve do druge polovice 2014. kada je kuna je prilično snažno deprecirala prema američkom dolaru što je rezultat slabljenja eura prema dolaru u tom razdoblju. Tečaj kune prema američkom dolaru na kraju 2014. bio je tako za 13,6% slabiji u odnosu na kraj prethodne godine.
- U obje promatrane zemlje došlo je do smanjenja prosječnih godišnjih stopa inflacije potrošačkih cijena, u Hrvatskoj s 2,2% u 2013. na -0,2% u 2014., a u Sloveniji s 0,7% na 0,2%. Ovaj trend je u obje zemlje ponajviše uvjetovan prelijevanjem pada cijena sirovina, pogotovo sirove nafte, na svjetskom tržištu na domaće potrošačke cijene, posebno cijene prehrambenih proizvoda koji u košarici za izračun indeksa potrošačkih cijena imaju znatan udio. Oporavak gospodarske aktivnosti, kako domaće, tako i inozemne bio je slabiji od očekivanog što je također pogodovalo smanjenju inflacije u 2014.. Na pad cijena prehrambenih proizvoda u Hrvatskoj utjecao je i rast konkurencije do kojeg je došlo ulaskom u EU, te značajan pad domaće potražnje.
- Inflatorni pritisci bili su djelomično potaknuti administrativnim odlukama poput povećanje trošarina na duhan i naftne derivate, uvođenje fiskalnih nameta na mobilne usluge te povećanje snižene stope PDV-a s 10% na 13%.

Indeks potrošačkih cijena (CPI), godišnje u %



Izvor: Eurostat

Analiza makrookruženja Hrvatske i Slovenije

Projekcije BDP-a i cijena nafte

- Svjetska ekonomija u 2016. godinu ulazi s niskim i neujednačenim realnim rastom te s naglašenom nestabilnošću financijskih tržišta. Makroekonomske projekcije rasta kreću se nešto iznad 3% (3.1% u 2015., 3.6% u 2016.), što predstavlja pad naspram 2014. godine, sudeći prema posljednjem listopadskom izdanju *World Economic Outlook*-a. Također, uz usporavanje svjetske ekonomije, istraživanje *Međunarodnog monetarnog fonda* predviđa umjereni rast razvijenih ekonomija te stagnaciju i usporavanje rasta ekonomija u razvoju, reflektirajući slabosti velikih izvoznih ekonomija, s primarnim naglaskom na naftno orijentirane zemlje (IMF,2015).
- Što se mogućih rizika tiče, *WEO* napominje veću vjerojatnost da rast bude ispod očekivanog nego obratno, a pritom ističe sljedeće faktore: manju potražnju za naftom i robama općenito, snažnije usporavanje kineske ekonomije, veću volatilnost financijskih tržišta te daljnju aprecijaciju dolara.
- IMF ističe potrebu za nastavkom upotrebe diskrecijskih mehanizama monetarne politike pri stabiliziranju rizika financijskih tržišta, a uz to predlaže fiskalnu ekspanziju kroz javne infrastrukturne investicije zemljama koje imaju prostora za takav stimulus (poput primjerice Njemačke) te daljne strukturne reforme, prvenstveno na tržištima rada.
- Što se cijene sirove nafte tiče, ona se prema *Bloomberg*-u trenutno kreće ispod 30 dolara po barelu, uz negativne kratkoročne trendove (15. siječanj, 2016) . Srednjoročne i dugoročne projekcije cijena nafte, imajući na umu sljedećih nekoliko kvartala, također ističu malu mogućnost rasta cijena, odnosno vjerojatnost daljnjeg pada.
- Općenito, primarni faktori utjecaja na cijenu sirove nafte su ponuda, potražnja te endogena reagiranja tržišta (svojevrsni keynesijanski *animal spirits*). Sama cijena se, pak, uspostavlja na *futures* tržištima, a velika većina tržišnih sudionika su špekulanti (naspram *hedgera* koji dolaze u posjed robe u pitanju). Uz ove faktore ističu se i ciklička kretanja, no s obzirom na povijesnu volatilnost cijena sirove nafte, ona čine sekundaran i minoran faktor. Usko vezano uz ponudu, često podcijenjen faktor je količina (trenutno dostupnih) naftnih rezervi, a koja u sadašnjoj geopolitičkoj situaciji ima značajnu ulogu.

Projekcije BDP-a i cijena nafte

- Uzroke za vjerojatnu stagnaciju ili pad cijena nafte u 2016. možemo tražiti u sporom ekonomskom rastu (nedovoljna potražnja, pogotovo očekivano usporavanje i moguća stagnacija Kine) te i dalje velikom ponudom nafte na tržištu, kojim dominira SAD (vađenje nafte iz škriljca) te Saudijska Arabija, članica OPEC-a, koja odbija smanjiti proizvodne kvote nauštrb ostalih članica kartela. Također, tržišta očekuju porast proizvodnje i izvoza Irana, nakon uklanjanja međunarodnih sankcija. Iran ima najveće zalihe prirodnog plina na svijetu (18%). (World Bank, 2015). Analitičari uz to napominju slabu potražnju u SAD-u od strane stanovništva, veliku rusku ponudu bez obzira na pad cijena, usporavanje BRICS zemalja (snažnija recesija u Brazilu) i čišćenje tržišta preko mehanizma prelijevanja povodom povećanja FED-ovog referentnog kamatnjaka (Smith, 2015).
- Zbog snažnog pada cijena, mnoga manja poduzeća su proglasila bankrot, dok većina ostalih posluje uz gubitak. Procjene pokazuju da je 250.000 ljudi samo u SAD-u dobilo otkaz u naftnoj industriji, a ulaganja u istraživanja, manufakturu i proizvodnju su snažno pala. Međutim, upravo pad investicija u istraživanje novih bušotina mogao bi biti faktor ponovnog rasta cijena u budućnosti. Naravno, geopolitika i dalje ima značajnu ulogu što se nafte tiče. Proizvodnja raste u SAD-u, Iranu, Saudijskoj Arabiji i Rusiji, a upravo Rusija trpi značajne posljedice po svoju ekonomiju zbog niske cijene nafte. Saudijska Arabija, pak, sa svojim velikim rezervama tvrdi da može izdržati cijenu ispod 20 dolara po barelu, no mnogi analitičari sumnjaju u takav scenarij, dok drugi impliciraju mogućnost koordiniranog pokušaja destabiliziranja ruskog gospodarstva. Konačno, relativni dobitnici su krajnji potrošači, a najveći gubitnici u makroekonomskom smislu su Venecuela, Nigerija, Ekvador i Rusija. (Krauss, 2016). Unatoč iznimno niskim cijenama sirove nafte, OPEC zasad uporno odbija smanjiti proizvodnju i time podići cijenu, a time otvara i mogućnost deflatornih pritisaka na razvijene ekonomije.