

Šta se dešava u CIE?

- **Inflacija bi trebalo da počne da pada posle prvog kvartala 2017. godine**
- **Dobre pozicije u pogledu bilansa tekućih transakcija ublažavaju zabrinutost oko pregrevavanja ekonomije**
- **U CIE se ove godine očekuje minimalan broj povećanja kamatnih stopa; strože makroprudencijalne politike bi mogle da odlože potrebu za povećanjem stopa, s obzirom na pooštavanje uslova kreditiranja**

Juraj Kotian

Rukovodilac Odeljenja za makro istraživanja i istraživanja instrumenata sa fiksnim prihodom za CIE
jurian.kotian@erstegroup.com

Zoltan Arokszállasi

Glavni analitičar, Odeljenje za makro istraživanja i istraživanja instrumenata sa fiksnim prihodom za CIE
zoltan.arokszallasi@erstegroup.com

Nakon veoma brzog povećanja stope inflacije u poslednjih nekoliko meseci, moglo bi se postaviti pitanje da li je to znak ekonomskog pregrevavanja. Na tržištu rada stope nezaposlenosti su pale na rekordno niske nivoe, dok realne zarade rastu. Takođe, prema najnovijim rezultatima po indeksu PMI, rast u prerađivačkoj delatnosti u CIE dodatno ubrzava. Da li je vreme da se zabrinemo zbog ekonomskog pregrevavanja?

Očekujemo da se u 2017. godini ubrza rast u regionu CIE na 3,3%, sa 3% u 2016. Stopa inflacije bi trebalo da poraste za više od 2pp u proseku u 2017. u poređenju sa 2016. godinom i dostigne najviši nivo u martu (zbog efekta baze). Nakon toga, inflacija bi trebalo da se ublaži ili čak značajnije smanji u zemljama CIE, izuzev u Rumuniji, u kojoj je inflacija držana na veštački niskom nivou, zahvaljujući smanjenju indirektnih poreza. Kako će se ovaj efekat postepeno izgubiti, stopa inflacije će na kraju godine biti mnogo viša u Rumuniji nego što je sada.

U otvorenim ekonomijama, kretanja bilansa tekućih transakcija bi trebalo da ukažu na eventualne neravnoteže koje se pojavljuju u ekonomiji. Ukoliko ne vidimo značajno pogoršanje bilansa tekućih transakcija, ne brinemo se previše zbog pregrevavanja ekonomije. Za 2017. godinu, očekujemo da će se bilansi tekućih transakcija u CIE tek blago pogoršati (0,4% BDP-a u proseku) i region bi trebalo da ostane u malom suficitu (0,2% BDP-a). Unutar CIE, Rumunija bi trebalo da zabeleži najznačajnije povećanje deficita bilansa tekućih transakcija (za oko 1pp na 3,3% BDP-a), ali to pogoršanje ne bi trebalo da bude preterano, zbog suprotnog efekta sa fiskalne strane, s obzirom na to da bi Rumunija mogla da bude podvrgnuta Proceduri za slučaj preteranog deficita od strane EK u 2018. godini, zbog premašivanja deficita od 3%.

Pre nego što centralne banke u CIE odluče da podignu kamatne stope, očekuje se nešto stroža kreditna politika kroz striktnije makroprudencijalne politike. Već smo videli neke inicijative tog tipa u Češkoj Republici, Slovačkoj i Poljskoj, gde su regulatorna tela zahtevala veća učešća kod hipotekarnih kredita, niže odnose iznosa kredita prema vrednosti kolaterala i odnose otplate kredita i prihoda.

Srbija je jedina zemlja u CIE za koju analitičari očekuju da će referentna stopa biti povećana tokom ove godine (što je takođe reakcija na povećanja kamatnih stopa Federalnih rezervi zbog značajne uloge investitorske baze u USD). U Rumuniji, očekujemo da samo overnight depozitna stopa bude povišena da bi se stope na tržištu novca približile referentnoj kamatnoj stopi. Najjača reakcija monetarne politike na višu inflaciju bi trebalo da se vidi u Češkoj Republici. Očekujemo da će CNB napustiti politiku limita deviznog kursa u aprilu i izbeći dalji spekulativni priliv novca u CZK. Jača češka kruna bi u srednjoročnom periodu trebalo da zategne monetarne uslove u ovoj izvozno-orijentisanoj ekonomiji i da pomogne da se obuzda inflacija.

Sadržaj

Da li su ekonomije CIE u fazi pregrevavanja?	2
Realna privreda	6
Inflacija	6
Spoljni bilans	6
Valute	6
Ocena monetarne situacije	7
Obveznice	7
Makro i tržišne prognoze	8

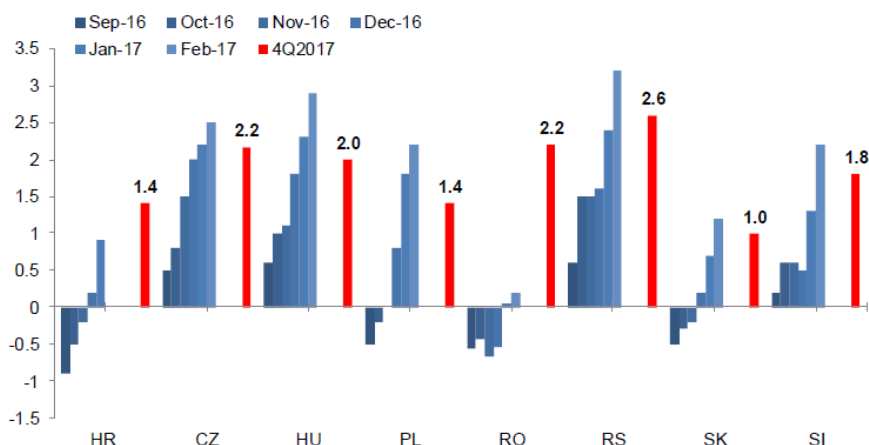
Makro prognoze za zemlje CIE

[Češka Republika](#)
[Hrvatska](#)
[Mađarska](#)
[Poljska](#)
[Rumunija](#)
[Srbija](#)
[Slovačka](#)
[Slovenija](#)

Da li su ekonomije CIE u fazi pregrevavanja?

Tačno je da je stopa inflacije u CIE znatno porasla – oko 2pp u proseku od septembra 2016. godine. Međutim, veći deo povećanja je bio očekivan i nije povezan sa pritiscima sa strane tražnje; značajna promena trenda cena nafte i energije na međugodišnjem nivou rezultat je neuobičajeno niske baze u 1. kvartalu 2016. godine, a ne velikih povećanja tokom poslednjih meseci. Stope inflacije su dostigle ili su se približile ciljnim nivoima u Češkoj Republici, Mađarskoj, Poljskoj i Sloveniji i mogle bi da dodatno porastu u maju, ali se potom očekuje korekcija zbog opadanja efekta baze zbog niskih cena nafte u 1. kvartalu 2016. godine. Zato ne očekujemo da centralne banke prerano reaguju i da požure da povećaju kamatne stope u skorijem periodu. Očekujemo da će centralne banke pre zadržati nepromenjen stav monetarne politike i da neće reagovati dok se bazna inflacija ne bude tokom dužeg vremena stabilizovala na nivou iznad cilja ili ne dostigne znatno viši nivo.

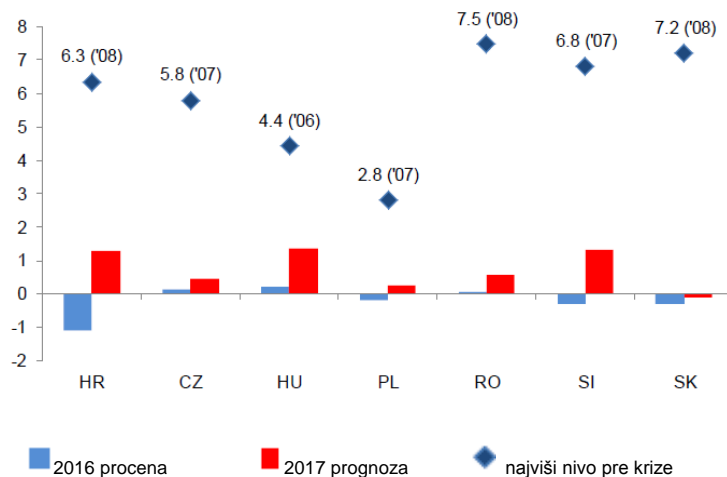
Inflacija bi trebalo da počne da pada posle prvog kvartala 2017. godine



Izvor: Sektor Erste Grupe za istraživanja, Bloomberg

Najočigledniji razlog zašto centralni bankari još uvek nisu zabrinuti zbog pregrevavanja je i dalje veoma nizak nivo proizvodnih jazova. Mnoge ekonomije CIE su tek nedavno zatvorile svoj proizvodni jaz (tj. njihove ekonomije funkcionišu na nivou svog punog potencijala i ne proizvode preterane inflatorne pritiske kao nuspojavu) ili se očekuje da će to uraditi ove godine (Hrvatska, Poljska, Slovenija i Slovačka). Poređenja radi, bila je uobičajena pojava da zemlje CIE imaju proizvodni jaz od 6-7pp na vrhu ekonomskog ciklusa neposredno pre 2008. godine. Pri aktuelnim stopama rasta BDP-a, ekonomijama CIE bi bilo potrebno više od 10 godina da akumuliraju takve proizvodne jazove, pod pretpostavkom da nema promena u potencijalnom rastu. Hrvatskoj, Mađarskoj i Sloveniji bi za to trebalo manje godina, ali je to prouzrokovano i višim stvarnim rastom i relativno konzervativnim procenama njihovog potencijalnog rasta.

Proizvodni jazovi ostaju relativno niski i ne dovode do preteranih inflatornih pritisaka

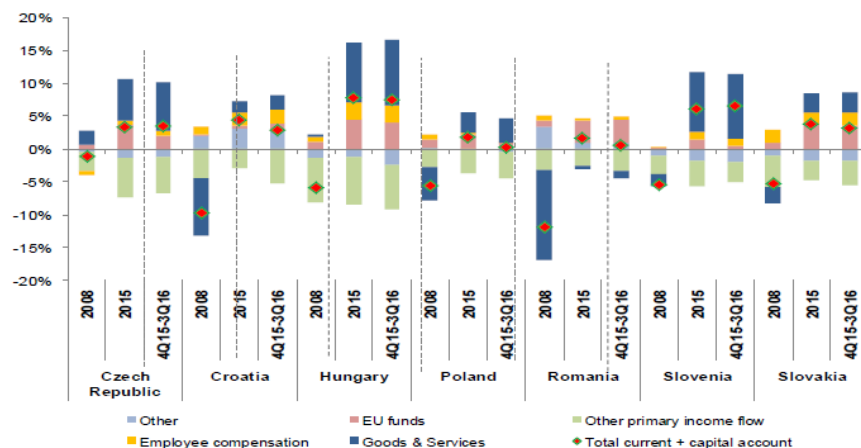


Izvor: AMECO, Sektor Erste Grupe za istraživanja

Međutim, proizvodni jaz je veoma nezgodan koncept u smislu da nije konkretno merljiv — tako da samo može da se procenjuje i podleže čestim (i velikim) revizijama. Stoga više volimo da posmatramo deficite bilansa tekućih transakcija u cilju identifikacije eventualnih ranih znakova pregrevavanja ekonomije. Ukoliko ne vidimo značajno pogoršanje bilansa tekućih transakcija, ne brinemo se previse zbog pregrevavanja ekonomije. Sa istorijske i fundamentalne tačke gledišta, bilansi tekućih transakcija izgledaju veoma dobro u CIE. Pre krize, sve zemlje CIE su beležile ogromne deficite bilansa tekućih transakcija, a u nekim slučajevima je udeo deficita u BDP-u čak bio i dvocifren. Kod ekonomija koje su u fazi konvergencije, privlačenje stranog kapitala suštinski opravdava akumulaciju deficita bilansa tekućih transakcija i to se ne smatra opasnim izuzev ukoliko deficit poprimi preterane razmere i ukoliko se finansira iz duga, što može da poveća osetljivost ekonomije na pad ekonomske aktivnosti, što smo videli tokom finansijske krize u 2008. i 2009. godini.

U međuvremenu su ekonomije CIE izvršile rebalansiranje i u izuzetnoj meri poboljšale svoje bilanse tekućih transakcija, koji su čak prešli u suficit u Hrvatskoj, Češkoj Republici, Mađarskoj, Sloveniji i Slovačkoj. Najveći deo prilagođavanja je posledica pozitivnog trenda u trgovinskom bilansu. Pad cena berzanskih proizvoda i brži priliv EU sredstava su takođe doprineli poboljšanju pozicije bilansa tekućih transakcija.

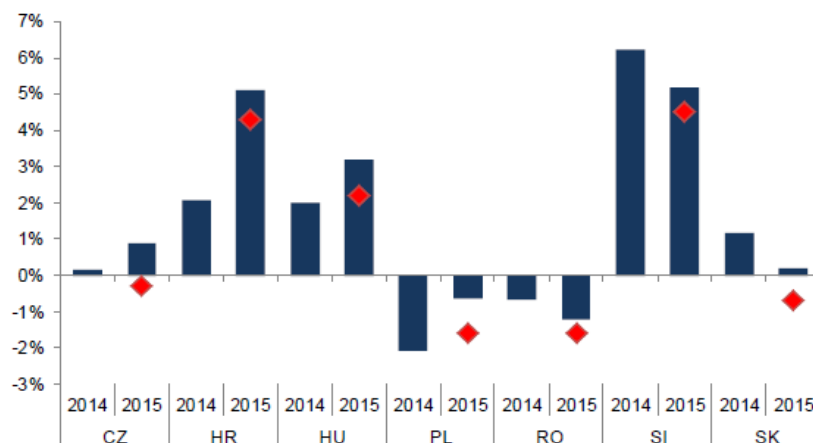
Odabrane pozicije platnog bilansa (% BDP-a, pokretni proseci za 4. kvartal)



Izvor: Eurostat, Sektor Erste Grupe za istraživanje

U cilju identifikacije eventualnih značajnijih pogoršanja bilansa tekućih transakcija, moramo da korigujemo bilans tekućih transakcija da bismo uzeli u obzir pozitivan uticaj cena nafte (sve zemlje CIE su neto uvoznici energije). Kada se koriste cene energije iz 2014. godine, bilansi tekućih transakcija kao udeo u BDP-u bi bili negativniji za oko 1pp u 2015. i 2016. u CIE.

pozicija bilansa tekućih transakcija bi bila nepovoljnija da nije došlo do pada cena berzanskih proizvoda



Korigovan bilans TT (cene berzanskih proizvoda iz 2014.), pp

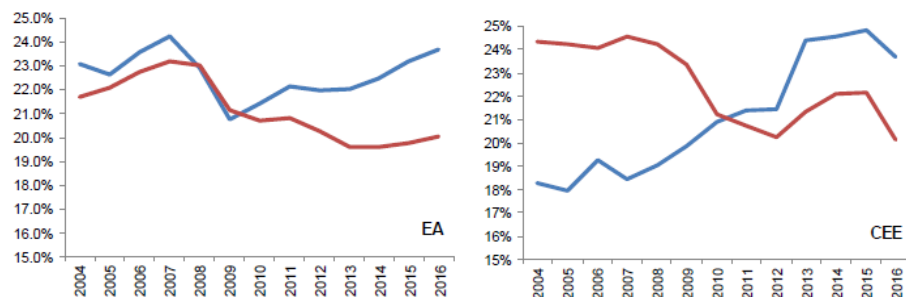
Izvor: Eurostat, Sektor Erste Grupe za istraživanje

Priliv EU sredstava je takođe doprineo jakim pozicijama bilansa tekućih transakcija i bilansa kapitalnih transakcija, ali ovde ne očekujemo veću promenu do 2020. godine (plus dodatne dve godine zbog trošenja novca preostalog iz programskog perioda 2014-20. godina).

Populacija koja stari će delovati kao prirodni stabilizirajući faktor za bilanse tekućih transakcija tokom narednih decenija. U društvu koje stari, sklonost ka štednji će se verovatno dodatno povećavati. Zemlje CIE bi trebalo da

realizuju reforme koje bi efikasnije povezale štednju u ekonomiji sa različitim kapitalnim prinosima kao nagradama za preuzete rizike.

Neprekidno povećanje stope štednje posle krize nije samo zapadni fenomen.



EA CIE

— Nacionalna štednja, % BDP-a — Investicije, % BDP-a — Nacionalna štednja, % BDP-a — Investicije, % BDP-a

Izvor: Eurostat, ECB, Sektor Erste Grupe za istraživanje

Realna ekonomija

Očekuje se blago ubrzanje ekonomskog rasta generalno u regionu CIE tokom ove godine. Rast će biti podstaknut domaćom tražnjom; potrošnja domaćinstava bi trebalo da ostane pokretač ovog rasta, dok bi investicije mogle da se oporave nakon loših rezultata u 2016. godini, uglavnom zahvaljujući sredstvima EU. Do sada su u 1. kvartalu 2017. prisutni raznoliki signali. Indeksi PMI za prerađivačku industriju su na rekordno visokim nivoima ili blizu njih, ali industrijska proizvodnja do sada u određenoj meri zaostaje za ovim poboljšanjem. Međutim, promet u maloprodaji daje pozitivnije signale. Kretanje ovih kratkoročnih indikatora nalazi se u osnovi naše prognoze u vezi sa pokretačima rasta u ovoj godini.

Inflacija

Mada smo videli značajno povećanje ukupne inflacije cena hrane i energije u poslednjih nekoliko meseci, bazna inflacija se nije značajnije menjala. U skladu sa veličinom ekonomija, bazna inflacija u CIE (indeks HICP bez hrane i energije) povećala se tek sa 0,4% međugodišnje u septembru 2016. na 0,7% u januaru, dok je ukupna inflacija (HICP) porasla sa 0% na 1,4% u proseku u istome periodu. Najveće povećanje bazne inflacije je zabeleženo u Češkoj Republici. Stoga ne čudi što su se u januaru intenzivirali prilivi na češko tržište i što je značajno narastao bilans stanja CNB. Očekujemo da će CNB ukinuti limit u pogledu minimalnog kursa EUR/CZK u aprilu ove godine. Inflacija će verovatno doneti neka dodatna povećanja (gorivo i hrana) u martu u nekim zemljama CIE, ali se celu godinu ne očekuje veće povećanje ukupne inflacije. Rumunija bi posebno mogla da zabeleži dodatno povećanje u toku preostalog dela ove godine, ali bi u ovoj godini prosečna inflacija trebalo da ostane na nivou blizu proseka centralnih banaka.

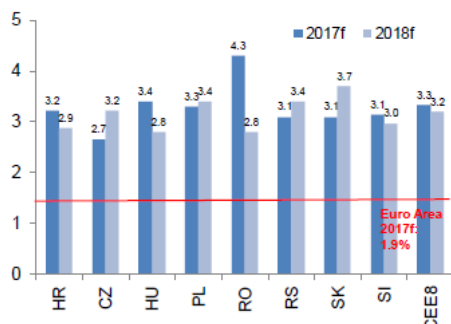
Spoljni bilans

Povećanje domaće potrošnje će verovatno uticati na spoljnotrgovinski bilans, pošto bi to trebalo da podstakne uvoz. Međutim, postoje faktori koji bi barem delimično trebalo da kompenzuju ovaj trend. Investicije će uglavnom biti podstaknute prilivom sredstava EU, koji (uglavnom kroz priliv na bilans kapitalnih transakcija) pomaže da se obuzdaju potrebe za dodatnim spoljnim finansiranjem. Takođe, nedavna blaga poboljšanja poslovnog sentimenta u Nemačkoj bi takođe mogla da podrže izvoz, iako se čini da industrija manje intenzivno reaguje na te pozitivne cifre vezano za sentiment nego što se očekivalo. Pogoršanje bilansa tekućih transakcija bi trebalo da ostane umereno, uz pad ukupnog (ponderisanog prosečnog) suficita sa 0,7% BDP-a na 0,3% u 2017. godini. Stoga valute zemalja CIE ne bi trebalo da budu pod prevelikim uticajem ovog trenda.

Prognoza u pogledu valutnih kurseva

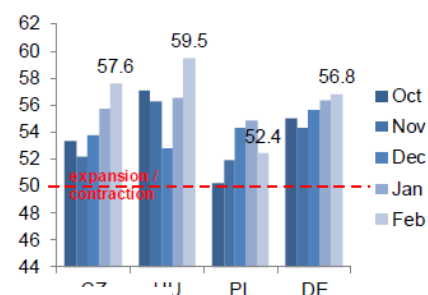
Valute CIE će nastaviti da se različito kreću u narednim kvartalima. Do kraja godine, očekujemo da će dve valute ojačati, a tri oslabiti u odnosu na evro, u poređenju sa aktuelnim nivoom. Češka kruna suštinski ima najveći potencijal da zabeleži rast nakon ukidanja kursnog limita, ali bi preveliki obim dugih pozicija u CZK koje će želiti da se zatvaraju mogao da ograniči povećanje ili čak dovede do određenih većih korekcija.

Realni rast BDP-a



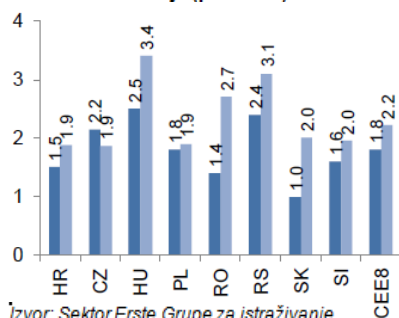
Izvor: Sektor Erste Grupe za istraživanje

PMI u prerađivačkoj industriji na prilično visokim nivoima



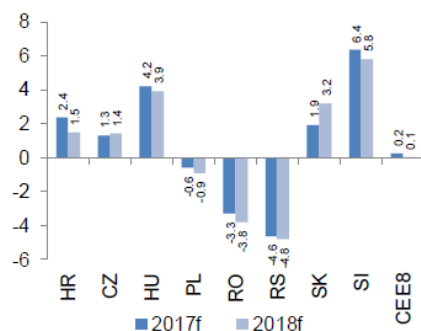
Izvor: Bloomberg

Prosečna inflacija (procenat)



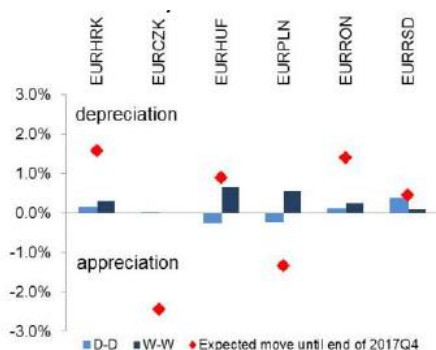
Izvor: Sektor Erste Grupe za istraživanje

Bilans tekućih transakcija (% BDP-a)



Izvor: Eurostat. Sektor Erste Grupe za istraživanje

Očekivane promene kurseva
(u odnosu na kraj dana 9. decembra)



Izvor: Bloomberg, Sektor Erste Grupe za istraživanje

Smatramo da postoji određeni dodatni prostor za apresijaciju poljskog zlota u odnosu na evro do kraja godine, s obzirom na to da Poljska nudi zanimljiv prinos u odnosu na osnovne pokazatelje, a poljsko tržište bi moglo da počne da uračunava u cenu i prvo povećanje stope u prvoj polovini 2018. godine. U Rumuniji i Mađarskoj, u kojima su centralne banke sklonije relaksiranijoj monetarnoj politici, valute bi mogle da blago depresiraju, što neće zabrinuti centralne banke i trenutno se smatra poželjnim ishodom. Srpski dinar bi mogao da zabeleži manju depresijaciju, jer dva povećanja kamatne stope neće biti dovoljna da očuvaju atraktivan prinos nakon tri povećanja kamatnih stopa Federalne rezerve.

Monetarna procena

Ubrzavanje inflacije na početku godine i promene na tržištu rada u smislu pada nezaposlenosti i povećanja zarada otvorili su pitanje kada će centralne banke u CIE početi sa uvođenjem restriktivnije monetarne politike. Opšte uzev, smatramo da neće požuriti da povećavaju kamatne stope u ovogodini. Prema našoj osnovnoj projekciji, jedina centralna banka u regionu koja će podići kamatne stope u ovoj godini je Narodna banka Srbije. Očekujemo da će u drugoj polovini 2017. godine doći do dva povećanja od po 25bp, uglavnom zbog povećanja kamatnih stopa Federalnih rezervi. Mađarski FRA su počeli da uračunavaju više kamatne stope kroz godinu dana, ali smatramo da je malo verovatno da će se to dogoditi, s obzirom na aktuelnu strukturu Saveta za monetarnu politiku, koja deluje sklonije relaksiranijoj monetarnoj politici. Referentna kamatna stopa će ove godine verovatno ostati nepromenjena u Rumuniji, ali povećanje depozitne stope ne može da se u potpunosti isključi kao mogućnost. Smatramo da u 2018. postoji veća verovatnoća da će doći do povećanja kamatnih stopa, ali bi intenzivnija fiskalna konsolidacija mogla da učini povećanje manje verovatnim. U Češkoj Republici, monetarna politika bi mogla da postane restriktivnija putem apresijacije valute nakon što CNB ukine kursni limit u aprilu. Zatim će CNB sačekati do prelaza iz 2018. u 2019. godinu i tada izvršiti prvo povećanje stope. U Poljskoj očekujemo da će uvođenje restriktivnije monetarne politike početi u prvoj polovini 2018. godine.

Prognoza za tržište obveznica

Fiskalni bilansi beleže mnogo bolje rezultate u 2016. nego što smo očekivali pre godinu dana. Međutim, to uglavnom ne podrazumeva mere fiskalne štednje; u stvari, fiskalna relaksacija je jedna od glavnih tema u nekoliko zemalja. U Rumuniji, relaksirane fiskalne politike su u centru pažnje i ove godine. Bez dodatne konsolidacije, deficit bi mogao da znatno premaši prag iz Mastrohta od 3% BDP-a. I Poljska bi mogla da zabeleži viši deficit u 2017. godini, blizu nivoa po Mastrohtu, a Mađarska takođe nastavlja da u 2017. godini primenjuje ublažavanje fiskalne politike (iako smo uvereni da će se Mađarska zadržati ispod nominalnog praga od 3%). Češka Republika, u kojoj će se na jesen održati parlamentarni izbori, mogla bi takođe da zabeleži određeno pogoršanje fiskalne situacije, ali je daleko od rizične zone, jer je ta zemlja zabeležila (neočekivani) budžetski suficit u 2016. godini. CIE bi mogla da zabeleži povećanje budžetskog deficita sa 1,9% BDP-a u 2016. na 2,4% u ovoj godini. Ipak, ovi trendovi ne bi trebalo da utiču na spredove kod važnijih tržišnih prinosa. Jedini izuzetak u smislu povećanja spredova bi mogla da bude Rumunija, i to iz fiskalnih razloga. Što se tiče većine zemalja CIE, očekujemo umereno povećanje nominalnih prinosa od 10-40bp (10 g) do kraja ove godine, kao i veće povećanje prinosa u Rumuniji.

Prognoze u vezi sa tržištem kapitala

Prinosi državnih obveznica					
	tekući	2.k.2017.	3.k.2017.	4.k.2017.	1.k.2018.
Hrvatska 10 god.	2,69	2,70	2,80	2,80	2,90
spred (bp)	221	228	227	213	209
Češka Republika 10 god	0,75	0,75	0,84	0,83	0,83
spred (bp)	27	33	31	16	2
Mađarska 10 god.	3,62	3,60	3,67	3,67	3,67
spred (bp)	314	318	314	300	286
Poljska 10 god.	3,73	3,65	3,82	3,98	4,11
spred (bp)	325	323	329	331	330
Rumunija 10 god.	3,82	4,25	4,35	4,50	4,75
spred (bp)	334	383	382	383	394
Slovačka 10 god.	1,20	1,20	1,23	1,25	1,40
spred (bp)	72	78	70	58	59
Slovenija 10 god.	1,48	1,10	1,20	1,30	1,30
spred (bp)	100	68	67	63	49
Srbija 7 god.	5,56	5,80	6,00	6,25	6,25
DE 10 god. (BBG)*	0,48	0,42	0,53	0,67	0,81

Kursevi					
	tekući	2.k.2017.	3.k.2017.	4.k.2017.	1.k.2018.
EURHRK	7,44	7,42	7,50	7,55	7,55
forvardi		7,44	7,46	7,47	7,49
EURCZK	27,02	26,50	26,47	26,36	26,20
forvardi		26,94	26,91	26,89	26,81
EURHUF	312,3	315,0	315,0	315,0	315,0
forvardi		312,9	313,5	314,2	314,8
EURPLN	4,33	4,34	4,29	4,27	4,28
forvardi		4,36	4,38	4,41	4,43
EURRON	4,55	4,57	4,60	4,62	4,65
forvardi		4,57	4,58	4,61	4,63
EURRSD	124,0	124,0	124,5	124,5	124,5
forvardi		-	-	-	-
EURUSD	1,06	1,08	1,10	1,12	1,12

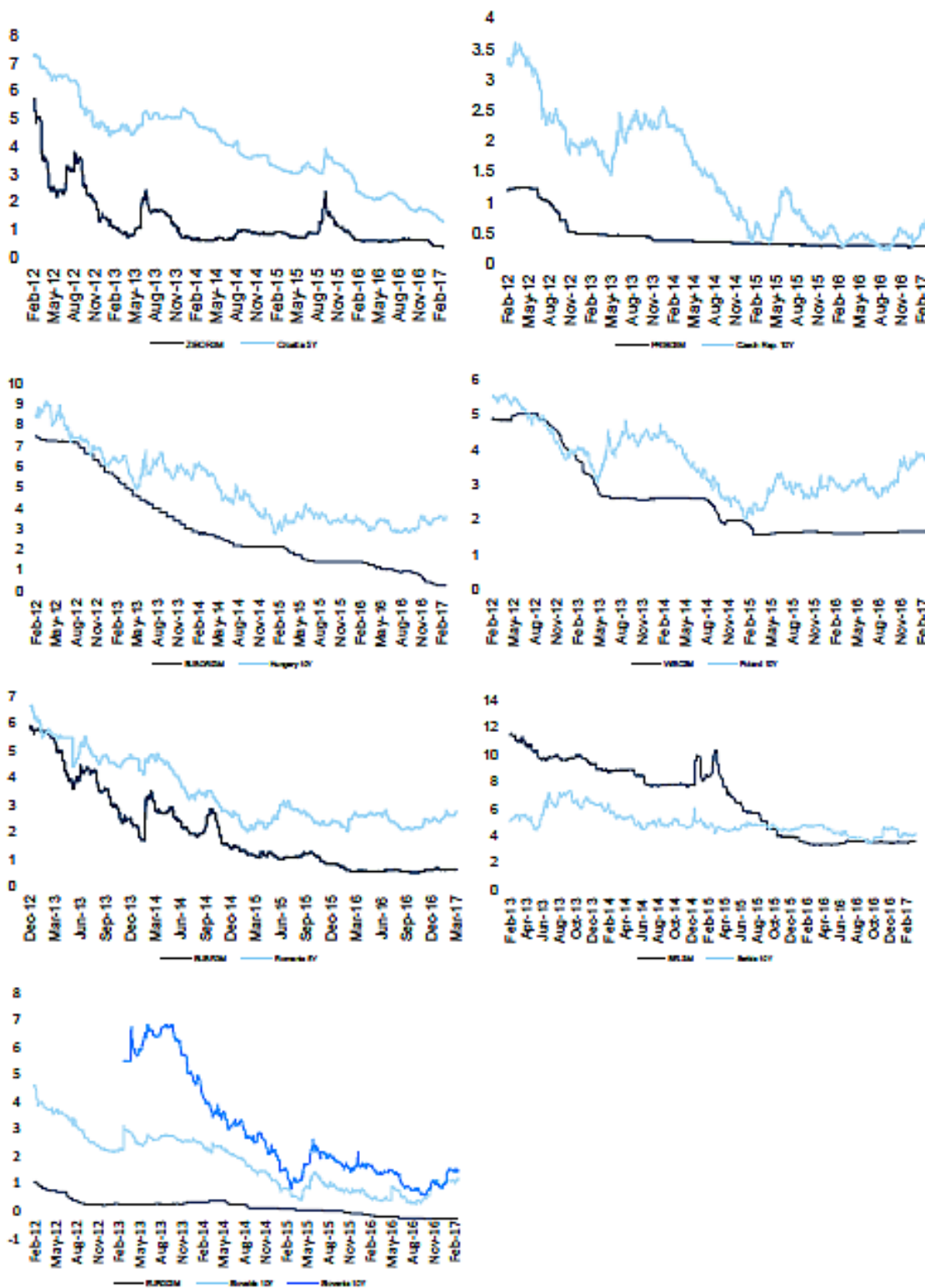
3M Stopa na tržištu novca					
	tekući	2.k.2017.	3.k.2017.	4.k.2017.	1.k.2018.
Hrvatska	0,61	0,45	0,45	0,45	0,50
3M forvardi	-	-	-	-	-
Češka Republika	0,28	0,27	0,27	0,26	0,26
3M forvardi		0,34	0,41	0,49	0,63
Mađarska	0,23	0,05	0,05	0,05	0,05
3M forvardi		0,38	0,51	0,67	0,80
Poljska	1,73	1,75	1,79	1,83	1,99
3M forvardi		1,79	1,81	1,89	1,98
Rumunija	0,84	1,30	1,50	1,90	2,10
3M forvardi		1,05	1,46	2,11	2,38
Srbija	3,53	3,60	3,80	4,00	4,00
3M forvardi		-	-	-	-
Evrozona	-0,33	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25

Referentna					
	tekući	2.k.2017.	3.k.2017.	4.k.2017.	1.k.2018.
Hrvatska	0,50	0,30	0,30	0,30	0,30
Češka Republika	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Mađarska	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Poljska	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75
Rumunija	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75
Srbija	4,00	4,00	4,25	4,50	4,50
Evrozona	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Realan rast BDP-a(%)	2014				2015				2016p				2017p					
	2014	2015	2016p	2017p	2014	2015	2016p	2017p	2014	2015	2016p	2017p	2014	2015	2016p	2017p		
Hrvatska	-0,4	1,6	2,2	2,0	-0,2	-0,5	-0,9	1,0	17,3	16,3	15,2	14,6	Hrvatska	17,3	16,3	15,2	14,6	
Češka Republika	2,0	4,6	2,6	3,1	0,4	0,3	0,6	2,1	Češka Republika	5,9	5,1	4,1	4,0	Češka Republika	5,9	5,1	4,1	4,0
Mađarska	3,7	2,9	2,1	2,8	-0,2	-0,1	0,4	1,8	Mađarska	7,7	6,8	5,5	5,2	Mađarska	7,7	6,8	5,5	5,2
Poljska	3,3	3,6	3,1	3,3	0,0	-0,9	-0,6	0,9	Poljska	12,4	10,6	9,3	8,7	Poljska	12,4	10,6	9,3	8,7
Rumunija	3,0	3,8	4,5	3,4	1,1	-0,6	-1,4	1,4	Rumunija	6,8	6,8	6,7	6,8	Rumunija	6,8	6,8	6,7	6,8
Srbija	-1,8	0,7	2,6	2,9	2,1	1,7	1,3	2,4	Srbija	19,2	17,7	16,6	16,0	Srbija	19,2	17,7	16,6	16,0
Slovačka	2,5	3,6	3,1	3,1	-0,1	-0,3	-0,6	0,7	Slovačka	13,2	11,5	10,0	9,3	Slovačka	13,2	11,5	10,0	9,3
Slovenija	3,0	2,9	1,8	2,1	0,2	-0,5	-0,1	1,5	Slovenija	9,7	9,0	8,5	8,1	Slovenija	9,7	9,0	8,5	8,1
CIE8 prosek	2,7	3,5	3,0	3,1	0,3	-0,4	-0,4	1,3	CIE8 prosek	10,5	9,3	8,2	7,8	CIE8 prosek	10,5	9,3	8,2	7,8

Javni dug (% BDP-a)	2014				2015				2016p				2017p					
	2014	2015	2016p	2017p	2014	2015	2016p	2017p	2014	2015	2016p	2017p	2014	2015	2016p	2017p		
Hrvatska	86,5	86,7	86,6	85,7	2,1	5,1	2,6	1,4	Hrvatska	-5,5	-3,2	-2,2	-2,4	Hrvatska	-5,5	-3,2	-2,2	-2,4
Češka Republika	42,7	41,1	40,0	39,1	0,2	0,9	0,9	0,9	Češka Republika	-1,9	-0,4	-0,4	-0,3	Češka Republika	-1,9	-0,4	-0,4	-0,3
Mađarska	76,2	75,3	75,1	74,3	2,3	4,4	5,2	4,5	Mađarska	-2,3	-2,0	-2,2	-2,7	Mađarska	-2,3	-2,0	-2,2	-2,7
Poljska	50,2	51,5	51,9	52,4	-1,3	-0,2	-0,7	-0,9	Poljska	-3,2	-2,5	-2,9	-3,1	Poljska	-3,2	-2,5	-2,9	-3,1
Rumunija	39,8	38,4	40,4	42,2	-0,5	-1,1	-2,2	-2,5	Rumunija	-0,9	-0,7	-2,9	-3,5	Rumunija	-0,9	-0,7	-2,9	-3,5
Srbija	70,4	75,9	74,5	73,8	-6,0	-4,8	-4,6	-4,8	Srbija	-6,6	-3,8	-2,3	-2,1	Srbija	-6,6	-3,8	-2,3	-2,1
Slovačka	53,9	52,9	53,1	53,5	0,1	-1,3	0,6	1,2	Slovačka	-2,7	-3,0	-2,5	-2,0	Slovačka	-2,7	-3,0	-2,5	-2,0
Slovenija	80,8	83,4	81,2	79,8	7,0	7,3	7,9	7,7	Slovenija	-5,5	-2,9	-2,6	-2,2	Slovenija	-5,5	-2,9	-2,6	-2,2
CIE8 prosek	53,8	54,0	54,0	54,1	-0,2	0,6	0,4	0,1	CIE8 prosek	-2,8	-2,0	-2,3	-2,5	CIE8 prosek	-2,8	-2,0	-2,3	-2,5

Napomena: *Informacija o rezultatima u prošlosti nije pouzdan indikator budućih rezultata. Prognoze nisu realan indikator budućih rezultata.



Napomena: *Informacija o rezultatima u prošlosti nije pouzdan indikator budućih rezultata. Prognoze nisu realan indikator budućih rezultata.

Odricanje od odgovornosti

Ovu publikaciju je pripremila Erste Group Bank AG ili neka od njenih konsolidovanih podružnica (zajedno sa konsolidovanim podružnicama - "Erste Grupa") samostalno i objektivno kao ostale informacije u skladu sa Cirkularom Austrijske uprave za finansijska tržišta u vezi sa informacijama, uključujući marketinške komunikacije u skladu sa austrijskim Zakonom o nadzoru nad hartijama od vrednosti. Ova publikacija zainteresovanim investitorima služi kao dodatni izvor informacija i pruža opšte informacije, informacije o karakteristikama proizvoda ili makroekonomske informacije bez isticanja izjava kojima se promovise prodaja proizvoda. Ova publikacija ne predstavlja marketinšku komunikaciju u skladu sa članom 36 (2) austrijskog Zakona o nadzoru nad hartijama od vrednosti, pošto ne uključuje direktno podsticanje na kupovinu i informativnog je karaktera. Ova publikacija ne predstavlja investiciono istraživanje u skladu sa § 36 (1) austrijskog Zakona o nadzoru nad hartijama od vrednosti. Nije pripremljena u skladu sa zakonskim zahtevima definisanim u cilju promovisanja nezavisnosti investicionog istraživanja i ne podleže zabrani trgovine pre objavljivanja investicionog istraživanja. Informacije služe samo kao neobavezujuće i dodatne informacije i bazirane su na nivou znanja lica zaduženog za pripremu informacija na datum njihove izrade. Sadržaj publikacije može da se promeniti u bilo kom trenutku bez najave. Ova publikacija ne predstavlja niti je deo niti treba da se tumači kao ponuda, preporuka ili poziv na upis ili kupovinu bilo kojih hartija od vrednosti i ni ova publikacija ni bilo šta sadržano u njoj ne predstavlja osnovu niti se na nju treba oslanjati u vezi sa sklapanjem ugovora ili uključivanjem neke hartije od vrednosti ili finansijskog proizvoda u strategiju trgovanja, niti ona treba da podstiče da se to uradi. Informacije date u ovoj publikaciji su zasnovane na javno dostupnim izvorima koje Erste Grupa smatra pouzdanim, ali bez verifikacije tih informacija od strane nezavisnih trećih lica. Mada se uložen maksimalan trud u razumnim razmerama da bi se obezbedilo da ovde date činjenice budu tačne i da prognoze, mišljenja i očekivanja sadržana u ovoj publikaciji budu pravična i razumna, Erste Grupa (uključujući i njene predstavnike i zaposlene) ni eksplicitno ni prećutno ne daje garancije niti preuzima odgovornost za ažurnost, potpunost niti tačnost sadržaja ove publikacije. Erste Grupa može da da hiperlinkove ka web stranicama subjekata pomenutih u ovom dokumentu, ali uključivanje linka ne podrazumeva da Erste Grupa podržava, preporučuje ili odobrava materijal koji se nalazi na toj stranici ili koji je dostupan sa te stranice. Ni kompanija Erste Grupe ni njeni direktori, članovi nadzornih odbora, članovi izvršnih odbora, članovi upravnih odbora, rukovodioci ni zaposleni nisu na bilo koji način odgovorni za eventualne troškove, gubitke ili štetu (uključujući naknadne štete, indirektno štete i gubitak dobiti) koji na bilo koji način proisteknu iz upotrebe ove publikacije ili oslanjanja na istu. Mišljenja, procene i projekcije date u ovoj publikaciji odraz su aktualne ocene autora na datum objavljivanja ovog dokumenta i ne moraju da odražavaju mišljenja Erste Grupe. Podložni su promenama bez prethodne najave. Erste Grupa nema obavezu da ažurira, menja ili dopunjava ovu publikaciju niti da obaveštava njenog čitaoca u slučaju da se nešto što je navedeno u njoj ili neko mišljenje, projekcija, prognoza ili procena predstavljena u istoj promeni ili naknadno postane netačna. Rezultati hartija od vrednosti ili finansijskih instrumenata u prethodnom periodu nisu indikator rezultata u budućnosti. Ne mogu da se daju uveravanja da će neki finansijski instrument ili emitent opisan u ovoj publikaciji doneti povoljne investicione rezultate niti da bi određeni nivoi cena mogli da budu dostignuti. Prognoze u ovoj publikaciji su bazirane na pretpostavkama podržanim objektivnim podacima. Međutim, korišćene prognoze nisu indikator budućih rezultata hartija od vrednosti ili finansijskog instrumenta. Erste Grupa, njene afilijacije, principalni ili zaposleni mogu da imaju duge ili kratke pozicije ili mogu da obavljaju transakcije finansijskim instrumentima koji se ovde pominju ili mogu da trguju tim finansijskim instrumentima sa drugim klijentima kao principalni. Erste Grupa može da ima ulogu market maker-a u vezi sa finansijskim instrumentima ili kompanijama koji se ovde pominju i može da obavlja ili nudi investicione usluge za te kompanije. Erste Grupa može da vrši određene aktivnosti na bazi informacija ili zaključaka sadržanih u ovoj publikaciji ili da ih koristi pre nego što se distribuiraju drugim licima. Ova publikacija podleže autorskom pravu Erste Grupe i zabranjeno je njeno kopiranje, distribucija i njeno dostavljanje ili prenošenje u delovima ili kao kompletan tekst neovlašćenim primaocima. Prihvatanjem ove publikacije, primalac se time saglašava da se na njega odnose prethodno navedena ograničenja.

© Erste Group Bank AG 2017. Sva prava zaštićena

Objavila:**Erste Group Bank AG****Sektor Grupe za istraživanja****1100 Beč, Austrija, Am Belvedere 1 Sedište: Beč****Broj u privrednom registru: FN 33209m****Privredni sud u Beču****Erste Grupa – zvanična stranica: www.erstegroup.com**