

RBAnalize

broj 57
travanj 2015.

Između recesije i oporavka

- Dvostruki izazov fiskalne konsolidacije i gospodarskog oporavka
- Ispuhivanje građevinskog balona
- Nastavak visoke likvidnosti i nižih troškova zaduživanja
- Rast dioničkih indeksa u regiji na krilima fundamenata i likvidnosti



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
---	---

Usporedne tablice

Uvod

Kraj recesije?	5
----------------------	---

Realni sektor

Ulazak u stagnaciju.....	6
--------------------------	---

Fiskalna politika

Neispunjeni kriteriji iz EDP-a	7
--------------------------------------	---

Tržište duga

Pad prinosa diljem tržišta.....	8
---------------------------------	---

Monetarna politika i inflacija

Likvidnost na najvišim povijesnim razinama, bez inflatornih pritisaka	10
---	----

Tečaj

Nešto izraženija volatilitnost EUR/HRK.....	11
---	----

Bilanca plaćanja i vanjski dug

Suficit na računu tekućih transakcija i u 2014.	12
--	----

Građevinarstvo

Stabilizacija u 2015.?.....	13
-----------------------------	----

Politike središnjih banaka

Politike središnjih banaka kreiraju kretanja EUR/USD.....	14
---	----

Financijski sustav

Kreditni vezani uz franak ugrožavaju oporavak profitabilnosti	15
---	----

Tema broja: Hrvatska i EU

Hrvatska u ciklusu Europskog semestra	16
---	----

Tržište dionica

Poplava likvidnosti zaobišla Zagrebačku burzu.....	18
--	----

Očekujemo nastavak rasta dioničkih indeksa u regiji.....	19
--	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.e	2015.f	2016.f	2017.f	2018.f
BDP i proizvodnja										
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-0,9	-0,4	0,0	1,0	1,5	2,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	45.093	45.022	44.737	43.959	43.591	43.110	43.110	42.943	44.022	45.635
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.471	10.479	10.426	10.280	10.230	10.153	10.189	10.186	10.479	10.863
Trgovina na malo, % promjena, realno	-11,6	-2,1	0,6	-4,1	-0,6	0,4	1,2	2,1	2,5	2,7
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	-9,2	-1,4	-1,2	-5,5	-1,8	1,2	1,5	2,5	3,4	3,8
Cijene, nezaposlenost i proračun										
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	1,9	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	0,5	1,8	2,0	2,5
%, prosjek	2,4	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	0,2	1,4	2,3	2,5
Proizvođačke cijene, %, kraj razdoblja	1,6	5,7	5,8	6,9	-2,6	-3,4	1,8	2,2	2,5	2,3
%, prosjek	-0,4	4,3	6,4	7,0	0,5	-2,7	-2,5	2,2	2,5	2,5
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	14,9	17,4	18,0	19,1	20,3	19,7	19,4	19,0	18,5	18,3
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	9,2	11,6	13,7	15,9	17,4	17,3	17,0	16,9	16,5	16,0
Prosječna neto plaća, u HRK	5.311	5.343	5.441	5.478	5.515	5.534	5.650	5.680	5.700	5.517
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-5,9	-6,0	-7,5	-5,3	-5,4	-5,7	-5,4	-5,0	-4,5	-4,0
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	147,2	173,1	211,9	228,8	266,1	279,6	298,4	316,2	333,1	348,7
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	44,5	52,8	63,7	69,2	80,6	85,0	90,7	94,0	95,6	96,1
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	15.578	17.007	18.111	18.316	18.762	19.938	20.715	21.440	22.233	23.145
% promjena	-16,0	9,2	6,5	1,1	2,4	6,3	3,9	3,5	3,7	4,1
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	17.236	17.153	18.293	18.093	18.540	19.037	19.418	19.903	20.401	20.931
% promjena	-23,0	-0,5	6,6	-1,1	2,5	2,7	2,0	2,5	2,5	2,6
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ¹	-5,1	-1,1	-0,8	-0,1	0,8	0,7	0,4	0,7	0,0	-0,2
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	10.376	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	12.600	12.700	12.600	12.600
Međunarodne pričuve, u mjeseci- ma uvoza roba i usluga, kr ¹	7,2	7,5	7,3	7,5	8,4	8,0	7,8	7,7	7,4	7,2
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ^{2,3}	1.611,1	1.668,0	1.010,2	1.109,2	735	1.390,3	1.500	1.500	1.700	1.700
Noćenja turista, % promjena	-1,3	2,6	7,0	4,0	3,3	2,7	2,5	3,0	2,8	2,5
Inozemni dug, mlrd. EUR	45,6	46,9	46,4	45,3	45,9	46,7	47,1	47,4	47,8	48,3
Inozemni dug, kao % BDP-a ¹	101,1	104,2	103,7	103,0	105,4	108,4	109,3	110,4	108,6	105,9
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ¹	292,7	275,8	256,2	247,2	244,8	234,3	227,4	221,1	215,0	208,7
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,09	5,57	5,82	5,73	5,55	6,30	8,13	7,00	5,88	5,88
pr, USD/HRK	5,28	5,50	5,34	5,85	5,71	5,75	7,39	7,45	6,38	5,88
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,31	7,39	7,53	7,55	7,62	7,66	7,72	7,70	7,65	7,65
pr, EUR/HRK	7,34	7,29	7,43	7,52	7,57	7,63	7,69	7,67	7,65	7,65
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	47,2	48,0	51,5	52,0	58,2	63,5	66,5	70,0	72,8	75,9
% promjena	-14,6	1,7	7,3	1,0	11,9	9,2	4,8	5,3	4,0	4,3
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	244,4	249,1	261,0	270,3	279,8	287,6	296,2	302,1	309,1	317,1
% promjena	0,2	2,0	4,8	3,6	3,5	2,8	3,0	2,0	2,3	2,6
Plasmani, mlrd. HRK, kr	234,6	247,7	259,4	247,4	244,3	237,9	238,4	240,8	244,4	248,5
% promjena	-0,9	5,6	4,7	-4,6	-1,3	-2,6	0,2	1,0	1,5	1,7
ZIBOR 3m, %, pr	8,9	2,4	3,2	3,4	1,5	1,0	1,2	1,3	2,2	3,5
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	7,5	4,0	3,9	3,9	2,5	1,9	1,6	2,2	2,8	3,9

¹ Na domaćem tržištu ² U eurima ³ Bez kružnih ulaganja
e – ocjena, f – prognoza, kr – kraj razdoblja, pr – prosjek razdoblja
Prognoze: Ekonomska istraživanja
Izvori: HNB, DZS, MF

BDP, realna godišnja promjena (%)

	2013.	2014.e	2015.f	2016.f
Poljska	1,7	3,3	3,5	3,4
Mađarska	1,5	3,6	2,5	2,5
Češka	-0,7	2,0	2,4	3,0
Slovačka	1,4	2,4	2,5	3,0
Slovenija	-1,0	2,6	2,0	2,0
SE	1,0	3,0	3,0	3,1
Hrvatska	-0,9	-0,4	0,0	1,0
Bugarska	1,1	1,7	1,2	2,1
Rumunjska	3,4	2,9	3,0	3,0
Srbija	2,6	-1,8	0,0	2,5
BiH	2,5	0,5	2,5	3,0
Albanija	0,4	2,0	3,0	4,0
JIE	2,2	1,5	1,9	2,6
Rusija	1,3	0,6	-4,0	0,5
Ukrajina	0,2	-6,8	-5,5	0,5
Bjelorusija	1,0	1,6	-2,0	1,0
CIS	1,2	0,1	-4,1	0,5
SIE	1,3	1,0	-1,5	1,4
Italija	-1,9	-0,4	0,4	1,2
Austrija	0,2	0,3	0,7	1,8
Njemačka	0,2	1,6	1,6	2,2
Eurozona	-0,4	0,9	1,2	1,9
SAD	2,2	2,4	3,2	3,2

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene (% god. promjena)

	2013.	2014.e	2015.f	2016.f
Poljska	0,9	0,0	-0,4	1,3
Mađarska	1,7	-0,2	0,1	2,7
Češka	1,4	0,4	0,2	1,7
Slovačka	1,4	-0,1	0,0	1,5
Slovenija	1,8	0,2	0,1	1,2
SE	1,2	0,1	-0,1	1,6
Hrvatska	2,2	-0,2	0,2	1,4
Bugarska	0,9	-1,4	-0,1	2,2
Rumunjska	4,0	1,1	1,0	2,4
Srbija	7,8	2,9	2,0	4,0
BiH	-0,1	-0,9	1,5	2,5
Albanija	1,9	1,6	1,8	2,8
JIE	3,4	0,7	0,9	2,4
Rusija	6,8	7,8	16,5	11,0
Ukrajina	-0,2	12,1	35,0	25,0
Bjelorusija	18,3	18,1	20,0	18,0
CIS	6,6	8,5	18,0	12,3
SIE	4,8	5,4	11,3	8,4
Italija	1,3	0,2	0,0	1,1
Austrija	2,1	1,5	0,9	2,1
Njemačka	1,6	0,9	0,0	2,6
Eurozona	1,4	0,4	0,1	1,4
SAD	1,5	1,7	0,0	3,0

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Stopa nezaposlenosti (% god. prom.)

	2013.	2014.e	2015.f	2016.f
Poljska	13,5	12,3	10,7	9,7
Mađarska	10,1	7,7	7,1	6,6
Češka	7,7	7,7	7,0	6,8
Slovačka	14,2	13,2	12,5	11,9
Slovenija	10,1	9,8	9,5	9,0
SE	11,8	10,7	9,6	8,9
Hrvatska	17,4	17,3	17,0	16,9
Bugarska	12,9	11,4	11,0	10,7
Rumunjska	7,1	6,8	6,6	6,5
Srbija	22,1	22,0	23,0	22,0
BiH	27,5	27,5	26,5	24,0
Albanija	17,0	18,0	17,0	15,0
JIE	12,9	12,5	12,4	12,0
Rusija	5,6	5,3	7,0	7,0
Ukrajina	7,5	8,5	10,5	10,5
Bjelorusija	0,5	0,5	1,0	1,0
CIS	5,6	5,4	7,1	7,1
SIE	8,0	7,6	8,3	8,1
Italija	12,1	12,7	n.v.	n.v.
Austrija	4,9	5,7	5,3	5,2
Njemačka	5,2	5,0	n.v.	n.v.
Eurozona	12,0	11,6	11,1	10,9
SAD	7,4	6,2	5,2	4,2

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Tekući račun (% BDP-a)

	2013.	2014.e	2015.f	2016.f
Poljska	-1,3	-1,3	-1,5	-2,0
Mađarska	4,1	3,9	3,8	3,7
Češka	-0,5	0,6	0,6	0,6
Slovačka	2,1	0,2	0,0	0,0
Slovenija	6,4	6,1	4,8	4,6
SE	0,3	0,3	0,1	-0,2
Hrvatska	0,8	0,7	0,4	0,7
Bugarska	1,8	0,0	-0,5	-0,8
Rumunjska	-0,8	-0,5	-1,5	-2,0
Srbija	-6,1	-6,0	-5,9	-5,6
BiH	-6,0	-9,6	-8,5	-7,4
Albanija	-10,4	-10,2	-10,5	-10,0
JIE	-1,5	-1,7	-2,3	-2,5
Rusija	1,6	3,5	5,0	3,5
Ukrajina	-9,0	-4,0	-1,0	-0,8
Bjelorusija	-10,2	-6,6	-2,5	-3,3
CIS	0,4	2,7	4,3	2,9
SIE	0,2	1,5	2,0	1,1
Italija	1,0	1,8	2,2	2,1
Austrija	1,0	0,6	0,8	0,7
Njemačka	6,7	6,9	7,0	6,5
Eurozona	2,2	2,3	2,4	2,2
SAD	-2,4	-2,4	-2,9	-3,4

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Saldo konsol. opće države (% BDP-a)

	2013.	2014.e	2015.f	2016.f
Poljska	-4,0	-3,6	-2,7	-2,0
Mađarska	-2,3	-2,6	-2,8	-2,8
Češka	-1,3	-1,5	-2,5	-1,8
Slovačka	-2,6	-2,9	-2,5	-1,2
Slovenija	-14,7	-5,0	-4,0	-3,0
SE	-3,6	-3,0	-2,7	-2,0
Hrvatska	-5,4	-5,7	-5,4	-5,0
Bugarska	-1,9	-3,8	-2,8	-2,5
Rumunjska	-2,2	-1,8	-2,3	-2,3
Srbija	-5,5	-6,6	-6,0	-4,8
BiH	-2,2	-3,8	-2,5	-2,0
Albanija	-6,0	-6,6	-4,5	-3,5
JIE	-2,7	-2,0	-2,0	-2,0
Rusija	-1,0	-1,0	-3,2	-2,0
Ukrajina	-6,7	-11,0	-7,0	-5,5
Bjelorusija	0,2	1,0	-1,0	0,0
CIS	-1,4	-1,7	-3,4	-2,2
SIE	-2,2	-2,2	-3,2	-2,2
Italija	-2,8	-3,0	-2,6	-2,0
Austrija	-1,5	-2,4	-2,2	-2,1
Njemačka	0,1	0,2	0,0	0,2
Eurozona	-2,9	-2,6	-2,2	-1,9
SAD	-4,1	-2,8	-2,7	-2,4

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Javni dug (% BDP-a)

	2013.	2014.e	2015.f	2016.f
Poljska	55,7	49,2	50,4	50,3
Mađarska	77,2	76,9	75,0	73,8
Češka	45,7	43,8	43,2	43,1
Slovačka	54,6	54,1	54,4	52,3
Slovenija	73,0	80,0	82,0	81,0
SE	57,2	53,7	54,0	53,6
Hrvatska	80,6	85,0	90,7	94,0
Bugarska	19,0	27,1	29,0	30,0
Rumunjska	37,9	39,6	40,0	40,1
Srbija	58,8	68,8	75,3	78,5
BiH	41,5	45,0	44,6	42,5
Albanija	68,0	72,0	70,0	69,0
JIE	44,3	48,4	50,4	51,3
Rusija	11,3	11,5	12,5	13,5
Ukrajina	40,3	70,0	105,0	104,0
Bjelorusija	32,5	34,1	40,6	39,4
CIS	14,2	16,7	20,5	21,3
SIE	29,0	30,1	32,8	33,2
Italija	127,9	131,9	133,0	131,9
Austrija	81,2	84,5	86,5	85,1
Njemačka	76,9	74,5	72,4	69,6
Eurozona	90,9	91,9	92,0	90,9
SAD	100,5	103,1	102,6	101,6

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Inozemni dug (% BDP-a)

	2013.	2014.e	2015.f	2016.f
Poljska	70,1	71,1	70,3	69,1
Mađarska	118,5	108,6	93,7	85,6
Češka	63,3	66,5	65,9	65,0
Slovačka	81,1	93,6	103,1	92,5
Slovenija	110,7	109,6	109,8	109,4
SE	78,0	79,1	77,6	74,5
Hrvatska	105,4	108,4	109,3	110,4
Bugarska	90,0	94,2	98,4	96,9
Rumunjska	68,0	62,6	59,8	58,2
Srbija	75,3	78,3	78,3	75,6
BiH	62,5	66,4	63,6	58,3
Albanija	28,2	28,5	29,3	30,9
JIE	75,0	73,6	72,3	70,1
Rusija	34,0	35,8	49,0	34,4
Ukrajina	79,3	107,4	153,9	258,5
Bjelorusija	52,7	57,8	74,4	60,1
CIS	38,1	41,2	58,0	44,8
SIE	52,8	56,2	66,4	58,3
Italija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

EUR/lokalna valuta (prosjek)

	2013.	2014.e	2015.f	2016.f
Poljska	4,20	4,19	4,18	4,08
Mađarska	297	309	310	320
Češka	26,0	27,5	27,6	27,3
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
SE	7,57	7,63	7,69	7,67
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,42	4,44	4,44	4,40
Srbija	113	117	122	126
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	140	140	140	140
JIE	euro	euro	euro	euro
Rusija	42,3	51,0	67,2	73,2
Ukrajina	10,8	15,9	25,3	34,9
Bjelorusija	11.834	13.597	16.263	19.364
CIS	euro	euro	euro	euro
SIE	euro	euro	euro	euro
Italija	euro	euro	euro	euro
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	euro	euro	euro	euro
SAD	1,33	1,33	1,04	1,03

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Rejting

	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	A-	A2	A-
Mađarska	BB+	Ba1	BB+
Češka	AA-	A1	A+
Slovačka	A	A2	A+
Slovenija	A-	Baa3	BBB+
Hrvatska	BB	Ba1	BB
Bugarska	BB+	Baa2	BBB-
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Srbija	BB-	B1	B+
BiH	B	B3	nema ocj.
Albanija	B	B1	nema ocj.
Rusija	BB+	Ba1	BBB-
Ukrajina	CCC-	Ca	CC
Bjelorusija	B-	B3	nema ocj.
Italija	BBB-	Baa2	BBB+
Austrija	AAA	Aaa	AA+
Njemačka	AAA	Aaa	AAA
SAD	AA+	Aaa	AAA

Dugoročno zaduživanje, strana valuta
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

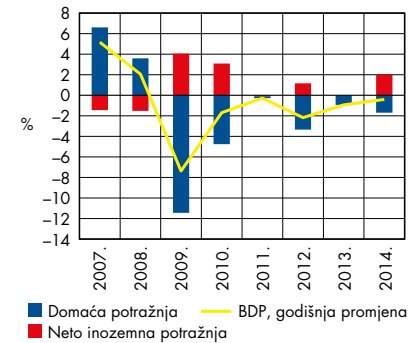
Kraj recesije?

Iako se pad gospodarske aktivnosti tijekom 2014. usporio, Hrvatska je i šestu godinu zaredom ostala u recesiji. S prošlogodišnjim realnim padom od 0,4% kumulativno u razdoblju od 2008. do 2014. izgubljeno je 12,5% realnog bruto domaćeg proizvoda. Tijekom 2015. projiciramo kraj recesije, ali gospodarski izgledi ostaju i dalje slabi. Unutarnje strukturne slabosti onemogućavaju oporavak domaće potražnje, a inozemna potražnja nije dovoljna za snažnije pokretanje gospodarstva s relativno niskim učešćem razmjene s inozemstvom u ukupnim aktivnostima. Raspoloživi podaci za prvo tromjesečje upućuju na to da bi prva objava BDP-a predviđena za svibanj mogla pokazati blagu realnu godišnju stopu pada, pri čemu najznačajniji negativan doprinos očekujemo od bruto investicija u fiksni kapital.

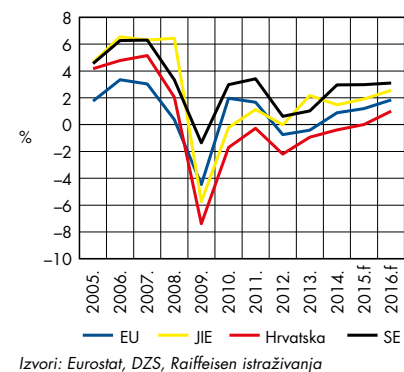
Na valu oporavka u eurozoni očekujemo nastavak rasta izvoza roba i usluga te održavanje viška na tekućem računu platne bilance. Unatoč povećanju ponude kapitala iz inozemstva, ne očekujemo promjenu usporene dinamike rasta vanjskog duga. Smanjenju vanjske ranjivosti doprinijet će nastavak procesa razduživanja u sektoru stanovništva i kreditnih institucija, dok će poduzeća kao i u 2014. nastojati doći do relativno jeftinijih inozemnih izvora financiranja. Daljnji rast vanjskog duga države nastavio se novim izdanjem euroobveznica, čime je Hrvatska već tijekom prvog tromjesečja osigurala više od polovice svojih potreba za refinanciranjem. Politika velikih središnjih banaka, osobito Europske središnje banke, omogućila je pad troškova financiranja diljem tržišta na povijesno niske razine, što se posljedično prelilo i na hrvatske vrijednosnice. Ipak, usporedba s državama regije upozorava na povišenu osjetljivost na promjenu percepcije rizika kod investitora, što bi se u slučaju većih poremećaja na financijskim tržištima moglo negativno odraziti na troškove budućih refinanciranja države. Monetarna politika Hrvatske narodne banke ostat će dosljedna u očuvanju stabilnosti kune u odnosu na euro, a predah u neprekidnom klizanju tečaja EUR/HRK prema višim razinama započeo je početkom turističke predsezona. Središnja banka i sljedećih će mjeseci nastojati potaknuti oporavak kroz osiguranje likvidnosti. Međutim, kao i prethodnih godina potvrdit će se njezin ograničen utjecaj jer izostaje potpora ostalih gospodarskih politika. Kreditna aktivnost poslovnih banaka blago se oporavila u posljednjem tromjesečju i na početku 2015., ali to je posljedica plasmana prema državnim jedinicama te slabljenja kune u odnosu na švicarski franak u siječnju. Imovina banaka i tijekom 2015. bit će pod nepovoljnim utjecajem smanjene kreditne aktivnosti i rasta neprihodujućih kredita. Osobiti izazov za financijski sektor predstavlja državna intervencija u gospodarstvo nakon siječanjske aprecijacije švicarskog franka. Uvođenje administrativnog tečaja pri otplati kredita vezanih uz franak smanjit će dobit bankarskog sektora u 2015., ali stabilnost bankovnog sustava ostaje neupitna uz najvišu razinu adekvatnosti kapitala među novim članicama EU-a.

U fokusu ostaje fiskalna politika, potreba za dubinskim restrukturiranjem javnog sektora i obuzdavanje rasta javnog duga. S obzirom na izbornu godinu teško je očekivati značajnije pomake. Namjere Vlade u smislu provođenja reformi i ispravljanja makroekonomskih neravnoteža doznat ćemo tijekom travnja u Nacionalnom programu reformi i Programu konvergencije koje je RH dužna dostaviti Europskoj komisiji u okviru tzv. Europskog semestra. Očekujemo prihvaćanje obaju dokumenata jer su uzroci, stanje i rješenja hrvatskih strukturnih slabosti već godinama poznati. Međutim, otvoreno ostaje pitanje učinkovite i pravodobne implementacije nužnih (korektivnih) mjera.

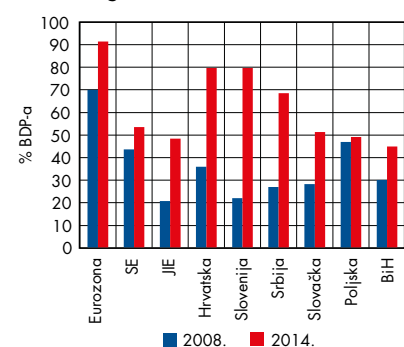
Doprinosi domaće i neto inozemne potražnje rastu BDP-a



BDP, realna godišnja promjena



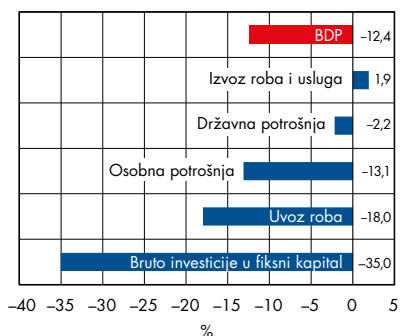
Javni dug, % BDP-a (ESA 2010)



Ulazak u stagnaciju

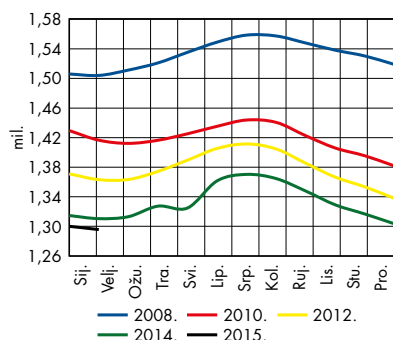
- Bez oporavka domaće potražnje
- Inozemna potražnja i dalje ublažava nepovoljna kretanja

BDP i sastavnice, realna promjena 2014./2008.



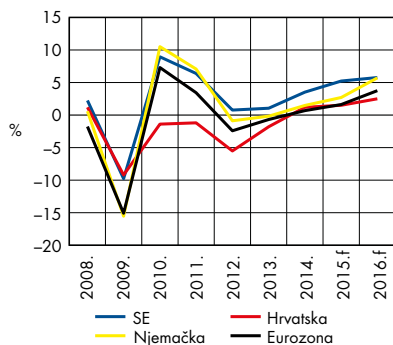
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Ukupna zaposlenost



Izvori: DZS, EIZG, Raiffeisen istraživanja

Industrijska proizvodnja, godišnja promjena



Izvori: DZS, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Uz stagnaciju na tromjesečnoj razini BDP je u posljednjem tromjesečju 2014. zabilježio realan rast od 0,3%. To je prva pozitivna stopa rasta još od trećeg tromjesečja 2011. Pozitivan doprinos u četvrtom tromjesečju, ali i tijekom cijele 2014., ostvaren je većim izvozom roba pa je u konačnici doprinos neto inozemne potražnje na razini cijele godine iznosio 1,4 postotna boda. S druge strane domaća potražnja i dalje nepovoljno utječe na kretanja BDP-a, pri čemu je najsnažniji negativan utjecaj došao od pada bruto investicija u fiksni kapital čiji se udio u BDP-u tijekom 2014. spustio ispod 19% kao izravna posljedica dugogodišnje recesije. Negativan doprinos domaće potražnje generiran je i padom osobne i državne potrošnje pri čemu osobna potrošnja uvelike ostaje ograničena vrlo slabim tržištem rada, dok je potrošnja države pod pritiskom ulaska u proceduru pri prekomjernom deficitu, ali i sve oskudnijih priljeva u državni proračun. S obzirom na nisku izvoznu orijentiranost Hrvatske unatoč oporavku najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera te solidnim rezultatima u segmentu turizma, Hrvatska je i šestu godinu zaredom zaključila s padom gospodarstva. S proizvodne strane ohrabruje solidan rast prerađivačke industrije, koja se tijekom 2014. oporavila na krilima inozemne potražnje. Građevinarstvo je ostalo duboko u recesiji najviše pridonoseći padu bruto dodane vrijednosti u 2014.

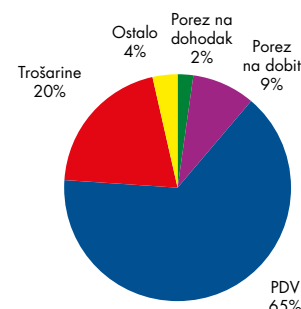
Iako nedostaju cjeloviti podaci za prvo tromjesečje, raspoloživa statistika podupire naša očekivanja da je gospodarstvo ušlo u fazu stagnacije bez izgleda za značajnije stope rasta koje bi generirale promjene na tržištu rada i investicijama. Ne isključujemo mogućnost ponovnog vrlo blagog realnoga godišnjeg pada BDP-a u prvom tromjesečju. Pritom najveći negativan doprinos očekujemo od bruto investicija u fiksni kapital, odnosno nastavka pada BDV-a u građevinarstvu. Osim toga u prvom tromjesečju očekujemo manji pozitivan učinak izvoza roba. Indeksi povjerenja i pouzdanja potrošača i dalje su izrazito negativni, ali primjetan je trend nešto povoljnijih očekivanja, što djelomično pripisujemo i rastu raspoloživog dohotka uslijed izmjena poreznog sustava. Međutim treba naglasiti da tržište rada nije zabilježilo bitnija poboljšanja koja bi poduprla jaču osobnu potrošnju. Štoviše, visoka stopa nezaposlenosti uz nisku stopu zaposlenosti (osobito među mladima i osobama u najproduktivnijoj dobi) upozoravaju na duboke strukturne probleme. U takvim uvjetima izglednije je da će se povećanje raspoloživog dohotka uslijed izmjena poreza na dohodak preliti u štednju te podmirivanja dospjelih dugova uz nastavak razduživanja sektora stanovništva, a manje na potrošnju osobito luksuznih proizvoda. S druge strane očekujemo da bi turistička predsezona i sezona mogle nastaviti s trendom blagog, ali kontinuiranog rasta, pozitivno doprinoseći očekivanom blagom rastu u drugom i trećem tromjesečju. Državna potrošnja mogla bi se smanjivati u prvoj polovici godine, ali u strukturi rashoda nažalost ne očekujemo promjene. Naposlijetku investicije su ograničene nedostatnim administrativnim kapacitetima za apsorpciju fondova EU-a, još uvijek razmjerno visokim pesimizmom, ali i netransparentnošću i neučinkovitošću javnog sustava. Ipak, eventualna stagnacija ili blagi rast te komponente BDP-a ne bi trebali iznenaditi tržište s obzirom na odgode investicijskih projekata iz prethodnog razdoblja, ali i činjenicu da je 2015. predizborna godina.

Neispunjeni kriteriji iz EDP-a

- Proračunski deficit značajno veći od planiranog
- Upitna konsolidacija javnih financija u izbornoj godini
- Postojani fiskalni rizici u srednjoročnom razdoblju

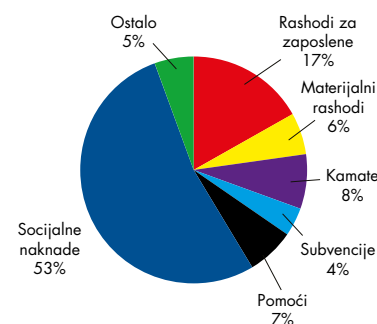
Odmiče već drugo tromjesečje, no u fazi izrade analize javno su bili dostupni tek preliminarni podaci o izvršenju središnjeg državnog proračuna za 2014. i to u formatu koji odgovara nacionalnoj metodologiji, što još jednom upućuje na problem glede transparentnosti te usklađivanja fiskalnih izvještaja sa standardima EU-a. Podsjetimo, nakon Programa konvergencije, EK je u lipnju prošle godine pozitivno ocijenila poduzete mjere Vlade RH u okviru kojih se očekivalo ispunjenje kriterija deficita za 2014. s mogućim minimalnim odmacima u 2015. godini. Tada je zaključeno da poduzimanje daljnjih koraka nije potrebno te je postupak EDP-a stavljen u mirovanje. No i najodlučnija politička zamisao da se obuzda raskošna javna potrošnja, bez početka energičnog djelovanja u praksi, ostavlja nas ponovno u *statusu quo*. Stoga, promatrajući prošlogodišnje izvršenje, dolazimo do zaključka da je najveći uteg za hrvatski proračun upravo sustav socijalnih naknada koje čine više od polovice ukupnih rashoda (najveći doprinos godišnjem povećanju tih rashoda došao je od izdataka za mirovine koje dosežu 36,5 mlrd. kuna, što je 11% više u odnosu na 2008.). S obzirom na to da je mirovinska reforma u Hrvatskoj već duže vrijeme u zastoju, pa čak i u regresiji, smatramo da se na tom planu u skorije vrijeme neće događati potrebni pomaci. Stoga uz nepovoljna demografska kretanja i nastavak "socijalnog zbrinjavanja" putem prijevremenih umirovljenja taj uteg na proračun mogao bi biti sve veći. U toj skupini neodrživih rashoda su i izdaci za zdravstveni sustav, čija dospjela neplaćena dugovanja uzrokuju značajno uvećanje deficita (EK u sklopu posljednjeg detaljnog izvješća navodi da je razina ukupnog duga u zdravstvu potkraj prošle godine premašila 3 mlrd. kuna). Istodobno, prevelik državni aparat s izdacima za plaće drži visoko drugo mjesto u strukturi proračunskih rashoda. Premda su zamijećena izvjesna poboljšanja u smanjenju tih rashoda na godišnjoj razini, ključno je istaknuti da oni i dalje ostaju težak teret za buduće proračune ako se odgodi racionalizacija ukupne mase plaća, ali ne kroz linearno, već ciljano smanjivanje plaća temeljenih na učinku. To je usko povezano i s racionalizacijom broja lokalnih jedinica, posebice onih koje su korisnici fonda izravnjanja. Dakako, dugovanja (nerestrukturiranih) javnih poduzeća te dospjela dana državna jamstva također će značajno uvećati iznos deficita koji će, prema našim očekivanjima, u 2014. značajno premašiti ciljane vrijednosti dogovorene u EDP-u. Istodobno, na prihodnoj strani proračuna strši učinak jednokratnih mjera učinjenih u sustavu zdravstvenih i mirovinskih doprinosa (uključujući i prijenos sredstava iz II. mirovinskog stupa). Drugim riječima, to odražava najveće strukturne slabosti gospodarstva u kojem privatni sektor nije kadar financirati daleko veći javni državni aparat. Na razini središnjeg proračuna prošlogodišnji rashodi za kamate (oko 10 mlrd. kuna) zauzeli su treće mjesto u strukturi ukupnih rashoda te je primarni deficit ostvaren na razini ispod 2,5 mlrd. kuna. U međuvremenu je završena tzv. dubinska analiza rashoda u suradnji sa Svjetskom bankom, koja je detaljno razradila smjernice fiskalne konsolidacije. S obzirom na to da izborna godina dodatno pojačava rizik odgode reformi, u 2015. očekujemo deficit opće države iznad 5% BDP-a te posljedično i porast javnog duga na razinu od 90% BDP-a.

Struktura poreznih prihoda središnjeg proračuna u 2014.*



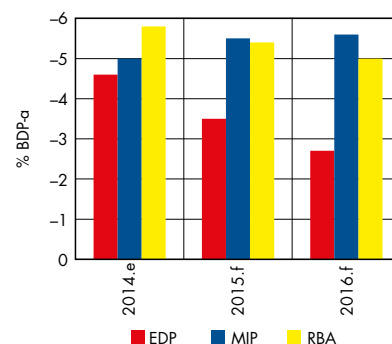
*preliminarni podaci
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Struktura rashoda središnjeg proračuna u 2014.*



*preliminarni podaci
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Deficit opće države (ESA 2010)

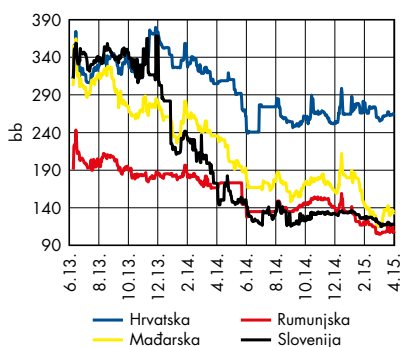


Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Pad prinosa diljem tržišta

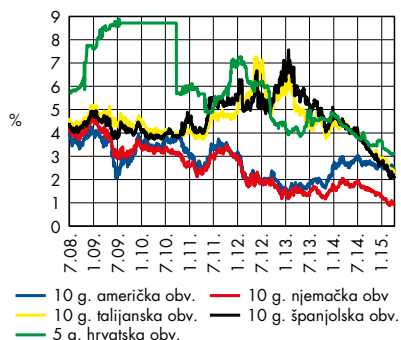
- Novo izdanje euroobveznice, oskudica domaćih izdanja
- Visoka likvidnost i potražnja za većim povratima
- Prinosi na trezorske zapise i dalje na minimalnim razinama

5-godišnji USD CDS



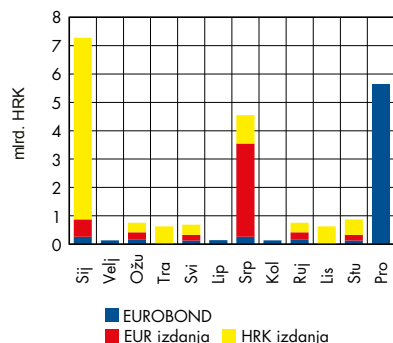
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na državne obveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga, 2015.*



* glavnica i kamate
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Prvo tromjesečje 2015. ostat će na tržištima duga Srednje i Istočne Europe zapamćeno po razmjerno snažnom sužavanju razlike u zahtijevanim prinosima u odnosu na referentne vrijednosnice i padu prinosa na povijesno najniže razine. Takva kretanja dominantno su bila određena očekivanim i najavljenim programom otkupa državnih obveznica Europske središnje banke. Pozitivna korelacija s prinosima europske periferije nakratko je prekinuta početkom ožujka kada je u fokus tržišta došao Fed i špekulacije kada i kojom dinamikom će Fed započeti s normalizacijom monetarne politike odnosno podizanjem ključne kamatne stope. Upravo kratkotrajna rasprodaja državnog duga regije SIE pred sastanak Feda upozorava da bi sličan scenariji mogli vidjeti i tijekom drugog tromjesečja, osobito u slučaju solidnih pokazatelja s američkog tržišta. Obveznice regije, dakle, ostat će podržane odgodom Fedovog podizanja kamatne stope, politikom goleme likvidnosti ESB-a, ali i lokalnih središnjih banaka. Međutim, povremene kratkotrajne rasprodaje imovine regije SIE ne treba isključiti. Aktivnosti država regije SIE na primarnom euroobvezničkom tržištu tijekom prvog tromjesečja bile su nešto skromnije, 9,9 mlrd. dolara ili 36% razine iz prvog tromjesečja 2014. Pritom je izostanak aktivnosti u prva dva mjeseca ublažen izdanjima u ožujku, koja su uvelike bila podržana početkom primjene programa otkupa obveznica od strane ESB-a. Iskoristila je to i Hrvatska plasiravši 1,5 mlrd. eura vrijednu euroobveznicu (uz kupon od 3% po cijeni 255 iznad *mid-swapa*). Uz znavljanje trezorskog zapisa sredinom veljače, ročnosti godinu i pol dana (u vrijednosti preko 1,2 mlrd. eura i prinos od 1,95%), posljednjim euroobvezničkim izdanjem namireno je više od 50% ovogodišnjih potreba za refinanciranjem. Time je Republika Hrvatska u relativno povoljnom položaju. Već sredinom srpnja dospijeva 350 mil. eura desetogodišnje obveznice. Stoga ne isključujemo mogućnost domaćeg izdanja krajem lipnja, početkom srpnja, što bi donekle ublažilo oskudicu vrijednosnica na domaćem tržištu. Od posljednjeg izdanja na domaćem tržištu (ljetno 2013.) prošlo je više od godinu i pol dana, što uz prelijevanje inozemnih utjecaja uvelike utječe na formiranje cijena te sveukupnu likvidnost domaćeg tržišta. Aktivnosti nerezidentna i dalje su skromne i tu ne predviđamo znatnija odstupanja.

U uvjetima niže averzije prema riziku, smanjene volatilnosti i potrage investitora za ulaganjima s većim povratom na sekundarnom tržištu hrvatska euroobveznička izdanja slijedit će i dalje kretanja na regionalnom tržištu. Stoga u osnovnom scenariju predviđamo zadržavanje prinosa oko trenutnih razina tijekom drugog tromjesečja, ali i ljetnih mjeseci. Osim visoke likvidnosti Hrvatska izdanja uvelike su podržana relativno malim udjelom u ukupnom tržištu regije SIE te atraktivnim prinosom. Općenito dug država Jugoistočne Europe i dalje će biti atraktivan ulagateljima koji traže veće povrate. Međutim, uzimajući u obzir odgođena državna izdanja država regije SIE krajem prošle i početkom ove godine, očekujemo da bi se aktivnosti na primarnom euroobvezničkom tržištu uvelike mogle intenzivirati tijekom drugog tromjesečja, što bi donekle uslijed repositioniranja investitora moglo stvarati pritisak na hrvatska izdanja. Negativni rizici dodatno proizlaze iz tzv. "ruskog čimbenika", ali i mogućeg jačanja geopolitičkih i ekonomskih nesigurnosti koje bi mogle motivirati investitore na vrednovanje kvalitete portfelja ("flight to quality"). U takvom scenariju osobito bi

mogle biti pogođene rizičnije države relativno slabih fundamenta poput Hrvatske. Kalendar rejtnških agencija za Hrvatsku u drugom tromjesečju je prazan. Objavu za srpanj najavile su agencije S&P i Fitch. Kod obje agencije očekujemo zadržavanje hrvatskog dugoročnog rejtinga u stranoj valuti na dvije razine ispod investicijskog (BB) uz stabilne izgleda. Zadržavanje trenutnog rejtinga na dvije razine ispod investicijskog razreda očekujemo uslijed sljedećih čimbenika: relativno veći BDP po stanovniku, zamjetno niža razina korupcije i jača vladavina prava u usporedbi s državama istog rejtinga, bolja pozicioniranost na ljestvici indikatora dobrog upravljanja (*World Bank Governance Indicators*), članstvo u EU-u te posljedično kontinuirano jačanje institucionalnog i pravnog okvira, početak primjene pojedinih reformi (tržište rada, socijalni sustav) te ulazak u proceduru pri prekomjernom deficitu kojom se nameću jasni ciljevi smanjenja deficita i obuzdavanja rasta javnog duga. Negativni rizici za zadržavanje rejtinga i dalje ostaju ograničeni izvori rasta i niska potencijalna stopa rasta gospodarstva, izostanak fiskalne konsolidacije (obuzdavanja proračunskog deficita i javnog duga), nepovoljno investicijsko okruženje i razmjerno malo tržište. Povratak na investicijsku razinu zahtijevat će ispunjavanje ciljeva iz EDP-a, stabilizaciju javnog duga te održivi rast gospodarstva. Uz izuzetak zanavljanja trezorskog zapisa u eurima dospijeca godinu i pol dana, čije je izdanje u vrijednosti preko 1,2 mlrd. eura nadmašilo i plan i dospijeca (od 700 mil. eura), Ministarstvo financija gotovo da je sve obveze po izdanim trezorskim zapisima preusmjerilo iz valutnih u kunske uvelike smanjujući valutnu izloženost. Prinosi se i dalje zadržavaju na povijesno najnižim razinama, a izgledan je nastavak slične situacije i idućih mjeseci. U nedostatku atraktivnih investicijskih mogućnosti i zbog slabe potražnje za kreditima višak kunske likvidnosti i zasad razmjerno povoljna likvidnosna pozicija središnje države omogućavat će državi i tijekom drugog i trećeg tromjesečja jeftino financiranje izdanjem trezorskih zapisa. Ljetni mjeseci te moguće izdanje obveznice na domaćem tržištu tek nakratko bi mogli utjecati na smanjenje kunske likvidnosti, privremen blagi rast kamatnih stopa na novčanom tržištu, ali bez utjecaja na prinose trezorskih zapisa. Naime, u slučaju izdanja na lokalnom tržištu dio obveza po trezorskim zapisima mogao bi biti zatvoren plasmanom od obveznica, a i priljevi u državni proračun tijekom ljetnih mjeseci su nešto izdašniji, čime se omogućava lakše upravljanje likvidnošću državnog proračuna.

Državne obveznice na domaćem tržištu

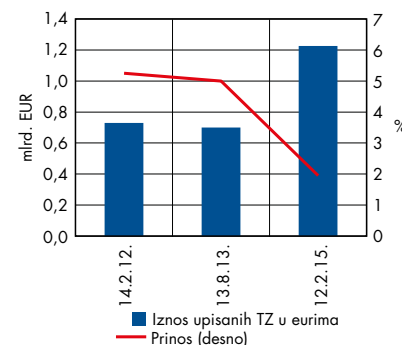
Obveznica	Valuta	Iznos izdanja (mil.)	Dospjeće	Kupon (%)	Prinos do dospjeca (%)		Spread prema EU-ROSWAP-u	Prinos do dospjeca (%)		
					15.4.15.	15.4.15.		31.12.14.	30.6.14.	31.12.13.
RHMF-O-157A	EUR*	350	14.7.15.	4,250	0,31	141	121	0,54	0,72	2,01
RHMF-O-197A	EUR*	1.000	29.11.19.	5,375	2,44	281	247	3,37	3,64	4,83
RHMF-O-203E	EUR*	1.000	5.3.20.	6,500	2,56	287	253	3,42	3,79	5,04
RHMF-O-227E	EUR*	1.000	22.7.22.	6,500	2,96	323	284	3,74	4,01	5,32
RHMF-O-247E	EUR*	1.400	10.7.24.	5,750	3,17	320	282	3,97	4,38	5,60
RHMF-15CA	HRK	5.500	15.12.15.	5,250	1,35	0	0	1,51	2,44	3,03
RHMF-O-167A	HRK	3.500	22.7.16.	5,750	1,84	0	0	2,12	3,07	3,57
RHMF-O-172A	HRK	5.500	8.2.17.	4,750	2,00	0	0	2,50	3,07	3,97
RHMF-O-17BA	HRK	4.000	25.11.17.	6,250	2,29	0	0	2,82	3,58	4,48
RHMF-O-187A	HRK	2.750	10.7.18.	5,250	2,47	0	0	3,28	3,90	4,69
RHMF-O-203A	HRK	5.000	5.3.20.	6,750	2,89	0	0	3,36	3,98	5,04

Ask cijene i prinosi

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

Izvori: MF, Zagrebačka burza, SDA, biznis.infoforum.hr

Trezorski zapisi dospijeca 546 dana u eurima



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Rejting – Republika Hrvatska

	Dugoročno zaduživanje			
	Strana valuta		Domaća valuta	
	Ocj.	Trend	Ocj.	Trend
Fitch Ratings	BB	Stab.	BB+	Stab.
Moody's	Ba1	Neg.	Ba1	Neg.
Standard & Poor's	BB	Stab.	BB	Stab.

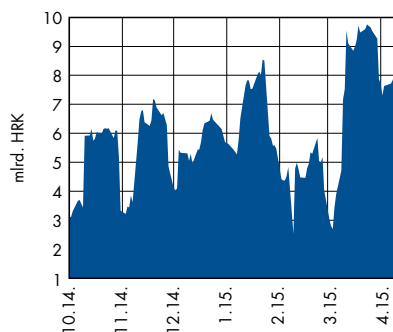
Izvor: Bloomberg



Likvidnost na najvišim povijesnim razinama, bez inflatornih pritisaka

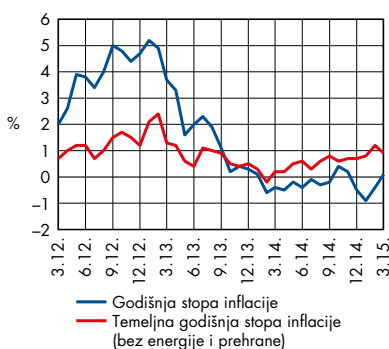
- Visoka razina likvidnosti u sustavu
- Ekspanzivna monetarna politika ne ugrožava stabilnost tečaja
- Nastavak deflacijskih pritisaka

Dnevni višak likvidnosti u 2015.



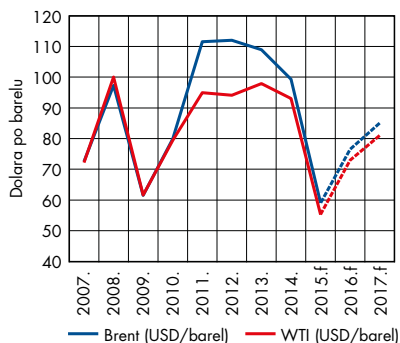
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Inflacija, godišnje promjene



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Kretanje cijena sirove nafte na svjetskim robnim tržištima



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Monetarna politika HNB-a i u prvom ovogodišnjem tromjesečju ostala je ekspanzivna, pri čemu nije ugrožena stabilnost tečaja EUR/HRK. Navedeno potvrđuju i dvije devizne intervencije od početka godine. S druge strane prosječna dnevna kunska likvidnost u sustavu premašila je čak 10 mlrd. kuna, što je najviša povijesna razina. Posljedično situacija na novčanom tržištu ostaje nepromijenjena uz kamatne stope koje osciliraju oko postojećih razina, podržane ujedno slabom potražnjom za kunama. Visoka likvidnost i nedostatak alternativnih ulaganja za investitore omogućuju državi kratkoročno zaduživanje i refinanciranje postojećeg duga uz povoljnije uvjete kroz izdanje trezorskih zapisa čiji se prinosi zadržavaju na najnižim razinama. Središnja banka nastavila je i s otkupom blagajničkih zapisa od poslovnih banka potičući tako kreditiranje gospodarstva. Od kraja 2013., kada je započet otkup, ispisano je ukupno 1,1 mlrd. kuna obveznih blagajničkih zapisa. Unatoč ekspanzivnosti monetarne politike njezin učinak ostaje ograničen, što i ne iznenađuje s obzirom na to da izostaje potpora ostalih gospodarskih politika, ponajprije fiskalne. Očekivanja u idućem razdoblju podržavaju nastavak ekspanzivne monetarne politike uz nastavak višegodišnjeg rasta realnih vrijednosti novčane mase i ukupnih likvidnih sredstava (monetarni agregati M1 i M4), dok bi se međunarodne pričuve trebale zadržati na višim razinama u odnosu na novčanu masu i primarni novac. Ne očekujemo ni bitnije promjene u razini likvidnosti u sustavu, koja bi trebala i dalje podržavati zadržavanje kamatnih stopa na niskim razinama.

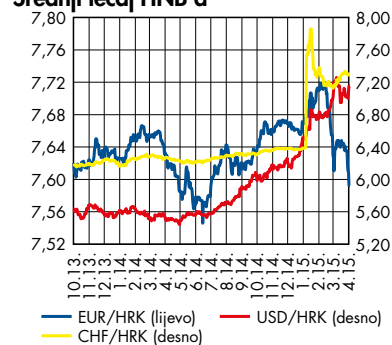
Prva dva mjeseca ove godine potvrdila su naša očekivanja, odnosno nastavak pada potrošačkih cijena na godišnjoj razini. Izostanak inflatornih pritisaka i niže cijene na godišnjoj razini pritom najviše podržavaju niže cijene goriva i maziva te prehrane. Naime, pad cijena sirove nafte na svjetskim deviznim tržištima prelio se i na domaće cijene pa su tako u prva dva mjeseca ove godine cijene goriva i maziva za osobna prijevozna sredstva niže za čak 14,3% na godišnjoj razini, dok su promatrano ukupno potrošačke cijene zabilježile pad od 0,7%. Međutim, promotrimo li temeljnu godišnju stopu inflacije u istom razdoblju, vidimo da isključimo li volatilne komponente kao što su cijene energije i prehrane koje u strukturi čine oko 50%, potrošačke cijene bilježe godišnji rast od 1%. Naime, u ovoj godini iščezli su utjecaji prijašnjih pojeftinjenja prehrambenih sirovina na svjetskim robnim tržištima te je ujedno nestao učinak ukidanja preostalih zaštitnih carina nakon pristupanja Hrvatske EU-u. S obzirom na to da je u studenome prošle godine zabilježen razmjerno snažan pad cijena sirove nafte koje su na oko 45% nižim razinama u odnosu na razdoblje prije pada, do istog mjeseca ove godine očekujemo da će cijene goriva i maziva negativno doprinosti rastu potrošačkih cijena na godišnjoj razini. Nadalje, niže cijene plina za kućanstva od travnja ove godine utjecat će na ublažavanje inflatornih pritisaka u kategoriji stanovanja, vode, električne energije, plina i ostalih goriva. Isto tako izostanak inflacijskih pritisaka će i dalje podržavati slabi izgledi pozitivnih pomaka na tržištu rada te posljedična slaba osobna potrošnja. Međutim, s obzirom na to da je godišnja stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena u prošloj godini iznosila negativnih -0,2%, razmjerno niska baza bi u nastavku godine mogla djelomično ublažavati deflatorne pritiske.

Nešto izraženija volatilitnost EUR/HRK

- Slabljenje kune u odnosu na euro u prvom tromjesečju
- Dosljednost u očuvanju stabilnosti kune
- Sezonska kretanja pod utjecajem aktivnosti opće države i isplata dividendi

Tečaj kune u odnosu na euro i na početku 2015. nastavio je kliziti prema višim razinama. Prosječni tečaj u prvom tromjesečju iznosio je 7,678 kuna za euro, što je njegova najviša razina u promatranom tromjesečju u posljednjih petnaest godina. Uz već uobičajene čimbenike poput manjka priljeva inozemnoga kapitala uz istodobni polagani proces razduživanja pojedinih sektora, deprecijacijski pritisci proizašli su iz prilagodbe portfelja banaka nakon što je Vlada u siječnju donijela odluku o fiksiranju švicarskog franka za otplate kredita u idućih godinu dana. U takvim uvjetima Hrvatska narodna banka dvaput je intervenirala na deviznom tržištu s ciljem daljnjeg sprječavanja slabljenja kune. Ukupno je kroz dvije devizne intervencije na tržištu poslovnim bankama prodala nešto manje od 500 mil. eura. Ipak druga polovica ožujka odnosno približavanje predsezone i blagdana utjecali su na stabilizaciju tečaja kune u odnosu na euro na razini oko 7,65 kuna za euro. Na razmjerno malim volumenima trgovanja uz nešto izraženiju ponudu eura, već prva polovica travnja donijela je snažnije pomake tečaja pa je EUR/HRK kliznuo i ispod 7,60 kuna za euro. Drugo i treće tromjesečje uobičajeno bi trebali donijeti sezonsko jačanje kune u odnosu na euro, što u uvjetima stagnacije gospodarstva znači olakšanje za kreatore monetarne politike u smislu održanja stabilnosti tečaja. Odmak od takvih kretanja tijekom drugog tromjesečja možemo očekivati u razdobljima pojačane potražnje za devizama pred isplatama dividendi pojedinih poduzeća i financijskih institucija u vlasništvu nerezidenata. One bi u drugom tromjesečju ove godine mogle biti nešto izdašnije u odnosu na isto razdoblje 2014. stvarajući nešto izraženiji pritisak na EUR/HRK. Početkom trećeg tromjesečja (14. srpnja 2015.) dopijeva obveznica uz valutnu klauzulu pa ne isključujemo mogućnost zaduživanja države krajem drugog ili početkom trećeg tromjesečja i na domaćem tržištu. Aktivnosti države na domaćem tržištu kapitala ili izravno zaduživanje države kod financijskih institucija uobičajeno prati jačanje domaće valute. Međutim, pod pretpostavkom da država ponovno plasira obveznicu uz valutnu klauzulu, ne očekujemo značajniji utjecaj na tečaj osim u slučaju pojačanog interesa nerezidenata za hrvatska lokalna izdanja, što bi ojačalo potražnju za kunama. U tijeku glavne turističke sezone očekujemo nešto izraženije aprecijacijske pritiske na domaću valutu u usporedbi s prošlogodišnjim kolebanjima, osobito u slučaju manje zaključenih terminkih ugovora od strane institucionalnih investitora. Zatim bi sa završetkom ljeta kuna trebala započeti sa slabljenjem. Međunarodne pričuve središnje banke i tijekom idućih mjeseci ostat će na razinama oko 12,5 mlrd. eura, dostatne za pokriće oko osam mjeseci uvoza roba i usluga i nesmetano održavanje stabilnosti kune. Izostanak oporavka gospodarstva, nastavak procesa razduživanja većine sektora, fiskalni rizici, pojačane rezervacije banaka te uobičajena potražnja za devizama od strane korporativnog sektora čimbenici su koji će nastaviti podržavati slabljenje kune u odnosu na euro. Fundamentalno opravdano klizanje tečaja prema višim razinama moglo bi biti ublaženo nastavkom rasta robnog izvoza (iako po bitno nižim očekivanim stopama rasta u usporedbi s 2014.). Osim toga odmak prema nižim razinama moguć je u slučaju priljeva deviza na osnovi zaduživanja (javnih) poduzeća ili priljeva na osnovi najavljenih dokapitalizacija javnih poduzeća. Zasad potonje ostaje velika nepoznanica.

Srednji tečaj HNB-a



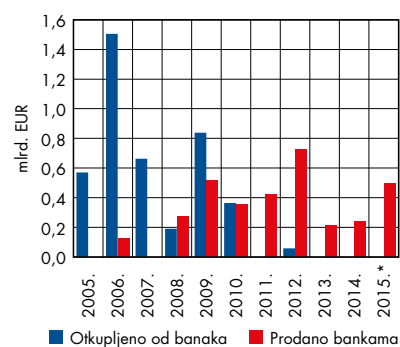
Izvor: HNB

Srednji tečaj HNB-a

Valuta	Srednji tečaj 31.3.15.	Promjena u odnosu na: 31.3.2014.		
		Tečaj	Kretanje	%
EUR	7,6446	7,6584	↓	-0,18
USD	7,0503	5,5758	↑	26,44
CHF	7,3084	6,2820	↑	16,34
GBP	10,4563	9,2649	↑	12,86

Izvor: HNB

Devizne intervencije HNB-a



* do 15.4.2015.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prognoza tečaja

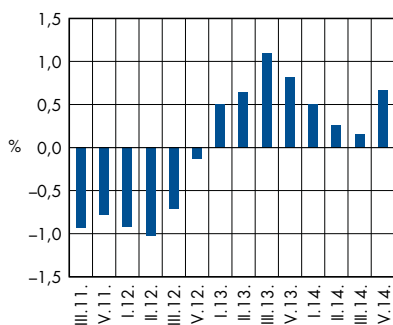
	2015.f	2016.f
EUR/HRK, pr	7,66	7,69
EUR/HRK, kr	7,72	7,70
USD/HRK, pr	7,37	7,47
USD/HRK, kr	8,13	7,00
CHF/HRK, pr	7,09	6,99
CHF/HRK, kr	7,02	7,00

Izvor: Raiffeisen istraživanja

Suficit na računu tekućih transakcija i u 2014.

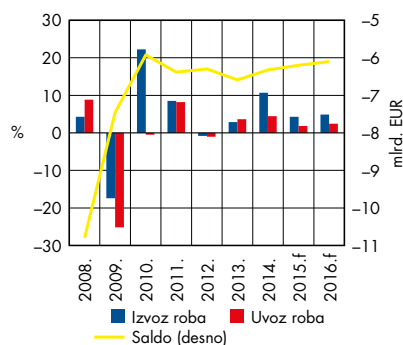
- Poboljšanje na računima roba i usluga
- Nepovoljna kretanja na računima primarnog i sekundarnog dohotka
- Razduživanje se nastavlja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



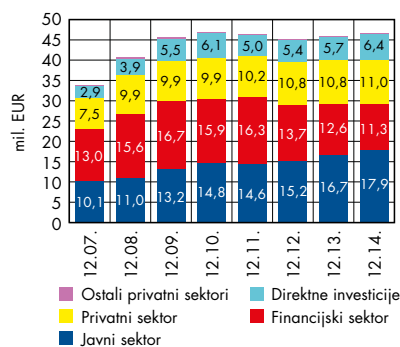
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Robna razmjena, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug prema domaćim sektorima



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Hrvatska je drugu godinu zaredom zaključila sa suficitom na tekućem računu bilance plaćanja. On je u 2014. iznosio 286,4 mil. eura odnosno 0,7% BDP-a. Tako je zaustavljen kontinuirani trend poboljšanja salda tekućeg računa koji traje od 2009. Smanjenje viška na tekućem računu (od preko 20%) dominantno je posljedica pogoršanja na računu primarnog dohotka, ali i u manjoj mjeri kretanja na računu sekundarnog dohotka. Rast deficita na računu primarnog dohotka na gotovo 1,4 mlrd. eura (50% na godišnjoj razini) posljedica je veće dobiti poduzeća i banaka u inozemnom vlasništvu. S druge strane ukupni troškovi inozemnog financiranja neznatno su porasli s obzirom na to da je rast troškova inozemnog financiranja u sektoru opće države bio popraćen istodobnim padom takvih troškova kod drugih sektora. Neto naknade zaposlenima s osnove rada u inozemstvu su se povećale. Razmjerno snažan rast rashoda na računu sekundarnog dohotka (28%) uz istodobno blaži rast prihoda (5,2%) naposljetku su rezultirali 27-postotnim padom suficita (na 0,7 mlrd. eura). Takva kretanja povezujemo sa slabijim korištenjem sredstava iz fondova EU-a u usporedbi s uplatama RH u proračun EU-a. Naposljetku ohrabruju podaci na podračunima roba i usluga, s obzirom na to da je manjak na računu roba pod utjecajem snažnijeg priljeva deviza od izvoza (godišnji rast 9,3%) od odljeva na temelju uvoza (rast od 3,7%) zabilježio godišnje smanjenje od 3,9% te je u 2014. iznosio 6,3 mlrd. eura. Višak na računu usluga dosegao je najvišu nominalnu vrijednost otkad imamo raspoloživu statistiku (2000.) te iznosi 7,2 mlrd. eura potvrđujući nastavak trenda rasta turističkih prihoda. U 2015. također očekujemo ostvarenje suficita tekućih transakcija, ali uz nastavak trenda njegovog blagog smanjenja, pri čemu glavnu promjenu odnosno smanjeni intenzitet pozitivnih kretanja očekujemo kod neto izvoza od roba i usluga. Izostanak domaće potražnje i nastavak razduživanja pojedinih sektora u gospodarstvu odrazili su se i na podatak o bruto inozemnom dugu, koji je krajem 2014. dosegao 46,7 mlrd. eura ili 108,4% BDP-a. Godišnji rast od 0,8 mil. eura (1,7%) posljedica je međualutnih promjena odnosno snažnog jačanja američkog dolara na svjetskim deviznim tržištima. Aprecijacija američke valute u odnosu na euro (od preko 11,5% u odnosu na kraj 2013.) osobiti utjecaj imala je na nominalni iskaz duga opće države zbog izdanih državnih obveznica na američkom tržištu. Naime, iako je u pet od ukupno šest izdanja ugrađena zaštita od tečajnog rizika, ona se u statistici prikazuje odvojeno pa je nominalan iskaz duga veći od stvarnog stanja. Isključi li se utjecaj međualutnih i ostalih promjena, bruto inozemni dug se smanjio za 0,3 mlrd. eura ponajprije kao posljedica izraženijeg razduživanja kreditnih institucija, koje traje i treću godinu zaredom. S druge strane raste udio duga javnog sektora (središnje države). Tijekom 2015. očekujemo nastavak blage dinamike rasta inozemnog duga, koji će biti podržan tečajnim kretanjima (očekivanim jačanjem dolara u odnosu na euro), nastavkom procesa zaduživanja privatnih poduzeća kod inozemnih vjervnika te zaduživanjem države na inozemnim tržištima kapitala. S druge strane očekujemo nastavak razduživanja kreditnih institucija, stanovništva, ali i javnih poduzeća. Udio bruto inozemnog duga u BDP-u trebao bi nastaviti rasti i pod utjecajem stagnacije gospodarstva uz istodobni izostanak inflatornih pritisaka.

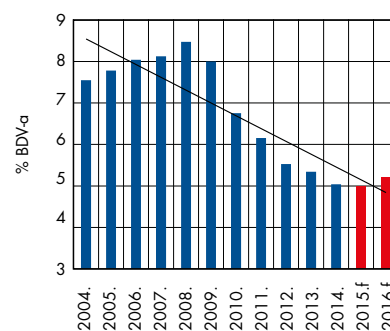
Stabilizacija u 2015.?

- Stabilizacija na niskim razinama
- Predviđena vrijednost radova prvi put u posljednjih pet godina ostvarila rast
- Pozitivni impulsi u ovoj godini mogli bi doći od privatnih i javnih investicija

Godina 2014. obilježena je produblivanjem negativnih tendencija u građevinarstvu s daljnjim padom obujma građevinskih radova (-6,6%) te najnižim brojem izdanih odobrenja za građenje otkad DZS prati podatke. Bruto dodana vrijednost građevinarstva snizila se za dodatnih realnih 6,7% s najvećim negativnim doprinosom u kretanju BDV-a. U razdoblju krize uz realni gubitak preko 45% BDV-a ne iznenađuje ni podatak o smanjenju broja zaposlenih u promatranoj djelatnosti za više od 55 tisuća.

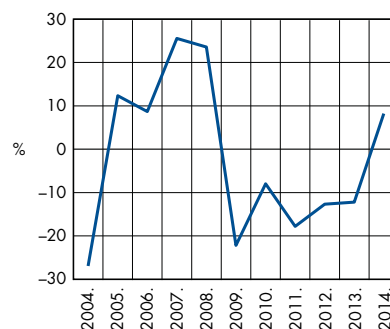
Iako očekivanja za ovu godinu ne donose optimizam u pogledu značajnijih pozitivnih pomaka, očekujemo zaustavljanje iznimno negativnih trendova. Naime, izgledno je da je građevinski sektor napokon dosegno dno. Negativan doprinos kretanju obujma građevinskih radova u ovoj godini pritom će dolaziti od još jednog pada broja izdanih odobrenja. Međutim, prvi put u posljednjih pet godina predviđena vrijednost radova za koju su u 2014. izdana odobrenja za građenje ostvarila je rast na godišnjoj razini i to za 8,2%. Stoga bi se pokazatelj obujma građevinskih radova temeljen na broju odrađenih sati radnika na gradilištima mogao stabilizirati na trenutačnim niskim razinama, što bi moglo isto tako podržati očekivanja o zadržavanju udjela građevine u ukupnoj bruto dodanoj vrijednosti na 5% i u ovoj godini. Nadalje, iako će i ova godina zasigurno biti puna izazova i razmjerno teška za građevinski sektor, blago pozitivan doprinos očekujemo i od privatnih i od javnih investicija u infrastrukturne projekte, dok bi segment građevinarstva koji se odnosi na stanogradnju trebao i dalje ostati u negativnom teritoriju. Očekivano blago jačanje privatnih investicija moglo bi se ogledati u ulaganjima u energetske potencijale kao što su elektrane na biomasu ili bioelektrane. Treba napomenuti da je očekivani utjecaj takvih investicija na makro razini ograničen s obzirom na to da se u pravilu radi o relativno malim pojedinačnim investicijama. S druge strane, s obzirom na to da je ovo izborna godina i da je dio infrastrukturnih investicija odgođeno za ovu godinu zbog procedura javne nabave i žalbenih rokova, mogli bismo napokon vidjeti i pozitivne pomake u segmentu javnih investicija, primjerice projekte vodne infrastrukture kao i pojedine projekte transportne infrastrukture poput investicija u željeznice ili nastavka obnove zračne luke. Nadalje, i glavni nacionalni proizvođač i distributer električne energije planira u sljedećih nekoliko godina veći investicijski zamah koji bi podrazumijevao obnovu iz segmenta energetskog sektora odnosno hidroelektrana, što može biti prilika za izvođačke firme iz elektrostrojarske branše. Investicije u srednjoročnom razdoblju mogle bi biti podržane i daljnjim unapređenjem infrastrukture telekomunikacija u 4G mreži. Promatrano iz perspektive pravnih osoba koje se bave građevinarstvom, šest recesijskih godina ostavilo je itekako traga s obzirom na to da je mnogo njih već nestalo s tržišta, dok se većina preostalih i dalje suočava s gubicima u poslovanju zbog čega ne isključujemo mogućnost daljnjih konsolidacija na tržištu. Primjetan je ulazak stranoga kapitala u vlasništvo pojedinih domaćih tvrtki, čime se omogućava njihov opstanak na tržištu. Očekuje se da će se kroz predstečajne nagodbe očistiti bilance pojedinih kompanija, dok će dio nestati s tržišta uslijed nemogućnosti dobivanja poslova, male investicijske aktivnosti države te odgode pojedinih projekata dok se dio, uglavnom izvođača, pokušava proširiti i na inozemna tržišta.

Udio građevine u ukupnom BDV-u



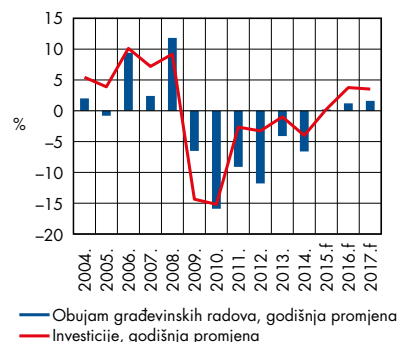
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Predviđena vrijednost radova, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Godišnje realne stope rasta obujma građevinskih radova i investicija

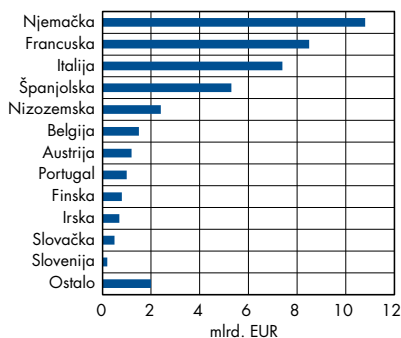


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Politike središnjih banaka kreiraju kretanja EUR/USD

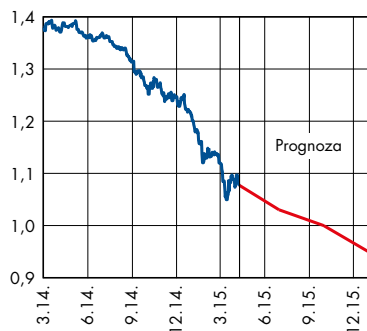
- ESB započeo s mjerama kvantitativnog popuštanja (QE)
- Fed najavio mogućnost podizanja kamatnih stopa već od lipnja
- Euro pod pritiskom zbog suprotnih politika središnjih banaka

Planirani mjesečni otkup državnih obveznica od strane ESB-a



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Tržišni tečaj EUR/USD



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kamatnih stopa

	II.15.	IV.15.	I.16.
EUR/USD	1,03	0,95	0,95
Fed kamatna stopa	0,50	1,00	1,50
USD 3m LIBOR, kr	0,70	1,20	1,70
ESB kamatna stopa	0,05	0,05	0,05
EZ 3m EURIBOR, kr	0,05	0,05	0,05
EUR/CHF	1,08	1,10	1,10
CHF 3m LIBOR, kr	-1,00	-1,00	-0,80

Izvor: Raiffeisen istraživanja

Fokus u prvom ovogodišnjem tromjesečju bio je na monetarnim politikama europske i američke središnje banke. Šest godina nakon što je Fed započeo svoj stimulatívni program QE (okončan u listopadu 2014.) ESB se odlučio poduzeti iste mjere kako bi suzbio rizike jačanja deflacije s obzirom na to da transmisivni mehanizam monetarne politike kroz daljnje spuštavanje referentne kamatne stope ima ograničen učinak. Na sastanku krajem siječnja ESB je obznanio odluku o početku programa kupnje državnih obveznica u sklopu tzv. Programa kvantitativnog popuštanja (QE). Prema njemu će u razdoblju od ožujka 2015. do rujna 2016. ESB kroz otkup vrijednosnica proširiti svoju bilancu za 1.140 mlrd. eura (oko 60 mlrd. eura mjesečno). Objavljeni detalji o uvjetima otkupa potvrđuju da otkup neće uključivati obveznice s prinosima ispod -0,2%, koliko iznosi kamatna stopa na prekonoćne depozite. Europska središnja banka pritom će otkup obavljati preko nacionalnih središnjih banaka koje isključivo djeluju na domaćim sekundarnim tržištima. U program nisu uključeni Cipar i Grčka. S druge strane Atlantika, unatoč izvrsnim rezultatima s tržišta rada i padu nezaposlenosti na najniže razine u posljednjih sedam godina Fed još uvijek nije započeo s podizanjem referentnih kamatnih stopa. Smatrajući da prostora za daljnja poboljšanja još uvijek ima te uz očekivanja da ciljana stopa inflacije od 2% neće biti dostignuta do 2017., stezanje monetarne politike odgođeno je najranije za lipanj. Štoviše Fed je naglasio da se pooštavanje tržišnih uvjeta kroz dizanje kamatne stope ne mora nužno odvijati ujednačenom dinamikom na svakom sljedećem sastanku FOMC-a, već će ono ovisiti ponajprije o američkom tržištu rada.

Upravo odluke Fed-a bit će do kraja godine najznačajniji čimbenik kretanja tečaja eura u odnosu na dolar. Divergentna kretanja monetarnih politika ESB-a i Fed-a te buduća očekivanja glede njihovih smjerova već su stvorila zamjetan pritisak na slabljenje europske valute u odnosu na dolar. Stezanje monetarne politike Fed-a značilo bi daljnje jačanje dolara. Time se otvara rizik snažnijih deflacijskih pritisaka u SAD-u. Međutim, sve dok ciljevi Fed-a (inflacija, puna zaposlenost) nisu ugroženi, ne očekujemo reakciju monetarnih vlasti. Odluka hoće li Fed kamatnu stopu podići već u lipnju ili će se to dogoditi u rujnu ove godine neće bitno utjecati na trend EUR/USD. Eventualno kasnije podizanje kamatnih stopa značilo bi jedino da će EUR/USD postići paritet koji mjesec poslije. Bitnije pitanje ostaje pod kolikim pritiskom će se naći euro ako i kada se Fed odluči na podizanje kamatnih stopa na razinu koju smatra neutralnom, a to je nešto ispod 4%. U tom slučaju moglo bi doći do iznenađenja na inozemnim deviznim tržištima. Uz ESB-ovo uvođenje mjera kvantitativnog popuštanja te eventualno skorašnje Fed-ovo normaliziranje monetarne politike, dodatne pritiske na jedinstvenu europsku valutu u odnosu na dolar stvara Grčka i njezino možebitno napuštanje eurozone. Iako smatramo da će Grčka vrlo vjerojatno ostati u eurozoni, njezin eventualan izlazak, nakon prvotnog šoka i pada tržišnog tečaja EUR/USD, značio bi vrlo vjerojatno rast stabilnosti u eurozoni, što bi se u konačnici pozitivno odrazilo na vrijednost eura. Ipak ostaju očekivanja da će EUR/USD u drugoj polovici godine postići paritet i naposljetku do kraja godine skliznuti ispod 1 dolara za euro (0,95 dolara za euro).

Kreditni vezani uz franak ugrožavaju oporavak profitabilnosti

- Posebnim propisom uveden administrativni tečaj CHF/HRK za obračun rata kredita u 2015.
- Udjel neprihodujućih kredita u ukupnima stabilizirao se na 17%
- Mirovinski fondovi ostvarili dvoznamenkasti povrat na imovinu u 2014.

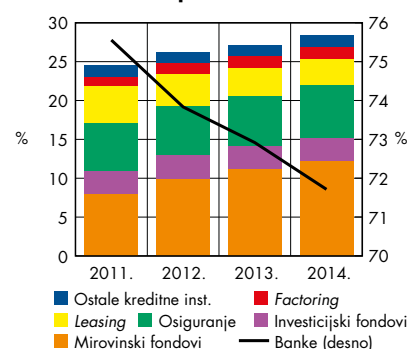
Produžena recesija gospodarstva negativno se odražava na imovinu banaka i ostalih financijskih institucija. Pritom pad potražnje za nekretninama dovodi do stagnacije stambenih kredita, a pesimizam potrošača do pada kredita u segmentu stanovištva namijenjenih za kupovinu osobnih vozila i drugih trajnih dobara. Poduzeća se pojačano zadužuju u inozemstvu, gdje pod utjecajem ekspanzivnih mjera monetarne politike kopni averzija investitora prema riziku, pa posljedično jača ponuda dužničkoga kapitala prema poduzećima s tržišta povišene rizičnosti. Negativan utjecaj na imovinu banaka dolazi i od rasta neprihodujućih kredita jer se zbog umanjivanja vrijednosti nenaplativih kredita smanjuje iznos ukupnih kredita u neto iskazu. U 2015. očekujemo nastavak razduživanja privatnog sektora. Država bi se također trebala orijentirati prema zaduživanju u inozemstvu, barem dok traju povoljni uvjeti zaduživanja u eurozoni.

No u siječnju je zabilježen porast ukupnih kredita pod utjecajem aprecijacije švicarskog franka. U razdoblju od 2004. do 2008. banke su odobravale kredite vezane uz franak. Poduzeća su od tada oplatila većinu takvih kredita, kao i građani koji su se zaduživali za kupovinu osobnih vozila i za ostale potrošačke namjene. Neotplaćeni su ostali stambeni krediti vezani uz franak koji krajem 2014. imaju udjel od 36% u stambenim kreditima. Zbog ranije aprecijacije franka prema kuni od početka 2014. posebnim su propisom fiksirane kamatne stope na razini 30% ispod tržišne za stambene kredite u franku. Nakon nove aprecijacije franka od 15. siječnja ove godine Vlada je ponovo intervenirala u ugovorne odnose banke i dužnika i odredila administrativni tečaj franka prema kuni na razini od 6,39 za obračun rata kredita koji dospijevaju u 2015. godini. Time je tečaj zamrznut na razini prije aprecijacije, a trošak koji nastaje zbog razlike u odnosu na tržišni tečaj moraju podnijeti banke.

Godišnji gubici banaka zbog fiksiranja kamatnih stopa ispod tržišnih iznose 350 mil. kuna, a gubici zbog uvođenja nižeg obračunskog tečaja franka 400 mil. kuna. Ukupna dobit bankarskog sektora za 2014. prije oporezivanja iznosi 2.600 mil. kuna, pa će gubici s osnova zakonskih intervencija smanjiti očekivanu dobit banaka za četvrtinu.

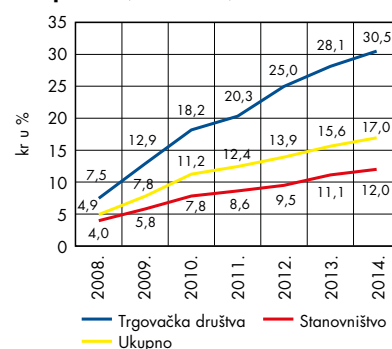
U strukturi financijske imovine prisutan je višegodišnji trend smanjivanja udjela imovine banaka, ali i imovine ostalih financijskih institucija. Jedino je stalan porast imovine mirovinskih fondova pod utjecajem priljeva od uplata obveznog mirovinskog doprinosa. U 2014. imovina mirovinskih fondova povećavala se i zbog dvoznamenkastog prinosa na imovinu. Od ostalih financijskih institucija povećanje vrijednosti imovine ostvarila su društva za osiguranje čija se struktura tehničkih pričuva dominantno oslanja na plasmane u državni dug. Kod investicijskih fondova preko 70% imovine odnosi se na novčane fondove, koji imovinu ulažu u financijske instrumente visoke likvidnosti. Zbog tendencije pada tržišnih kamatnih stopa smanjen je potencijal za ostvarivanje prinosa na kratkoročne plasmane niskog rizika, pa ukupna imovina investicijskih fondova stagnira. U sljedećem razdoblju ne očekujemo promjene tendencija u strukturi imovine financijskog sektora jer se ne očekuju promjene u prinosima na financijsku imovinu.

Hrvatski financijski sektor, struktura



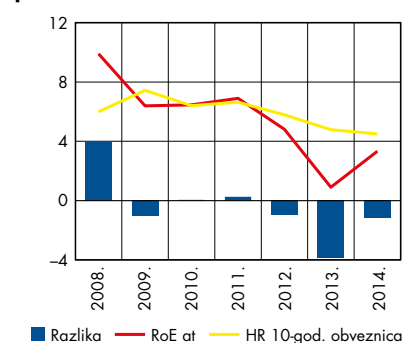
Izvori: HNB, HANFA

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnima (NPL ratio), nkr u %



Izvor: HNB

Razlika prinosa na vlasnički kapital u bankarskom sektoru i procijenjenog prinosa na kunsku obveznicu RH



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Hrvatska u ciklusu Europskog semestra

- Identificirane vanjske i unutarnje makroekonomske neravnoteže
- U iščekivanju novog Nacionalnog programa reformi i Programa konvergencije
- Odgođena fiskalna konsolidacija – odgođeni gospodarski oporavak

Europski semestar



Izvori: Eurostat, EK, Raiffeisen istraživanja

Makroekonomske neravnoteže – ljestvica pokazatelja

Ne(zadovoljavanje) kriterija	
Vanjske neravnoteže	
Tekući račun platne bilance	+
Neto stanje međunarodnih ulaganja	-
Realni efektivni devizni tečaj	+
Udjeli na izvoznom tržištu	-
Jedinični trošak rada	+
Unutarnje neravnoteže	
Deflacionirane cijene nekretnina	+
Kreditni tijek privatnog sektora	+
Dug privatnog sektora	+
Dug sektora opće države	-
Stopa nezaposlenosti	-
Ukupne obveze financijskog sektora	+

Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja

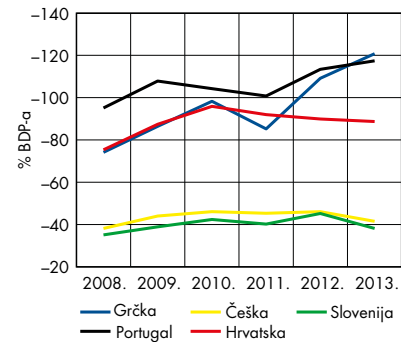
Europski semestar je instrument nadzora i zajedničke koordinacije sveukupnih politika u kojem države članice usklađuju svoje proračunske, ekonomske i strukturne politike s ciljevima i pravilima dogovorenima na razini EU-a. Ciklus Europskog semestra započinje Godišnjim pregledom rasta koji predstavlja strateški dokument Europske komisije u kojem se ocjenjuje ekonomska situacija u EU-u te se definiraju glavni prioriteti ekonomske politike na godišnjoj razini. Konkretno, za 2015. godinu utvrđena su tri osnovna stupa gospodarske i socijalne politike EU-a: koordinirano poticanje ulaganja, ponovno zauzimanje za strukturne reforme te postizanje fiskalne odgovornosti. Polazna točka godišnjeg ciklusa jest tzv. Izvješće o mehanizmu upozoravanja, čija je svrha utvrditi i ukloniti makroekonomske neravnoteže koje mogu ugroziti pravilno funkcioniranje EU-a. Rezultati posljednjeg Izvješća (iz studenoga prošle godine) pokazuju postojanje makroekonomskih neravnoteža i s njima povezanih rizika u čak 16 zemalja članica EU-a. Među njima je i Hrvatska.

Naime, nakon što je Komisija zaključila da Hrvatska bilježi prekomjerne makroekonomske neravnoteže koje treba posebno pratiti, Vijeće EU-a uputilo je preporuke za njihovo uklanjanje. U veljači ove godine Komisija je izradila posebno Izvješće za Hrvatsku s tzv. detaljnim preispitivanjem o sprječavanju i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža. Glavni zaključci detaljnog preispitivanja mogu se kvantificirati kroz skup pokazatelja na ljestvici čimbenika koji uzrokuju vanjske i unutarnje makroekonomske neravnoteže. Od ukupno jedanaest referentnih pokazatelja, Hrvatska ne zadovoljava četiri kriterija, od kojih se dva odnose na uzročnike vanjske neravnoteže, a druga dva uzrokuju unutarnju makroekonomsku neravnotežu. Dugogodišnja recesija tj. izostanak pozitivnoga gospodarskog rasta uz odgođeno restrukturiranje poduzeća te loši rezultati na tržištu rada ocijenjeni su kao nepovoljno poslovno okruženje koje negativno utječe na sposobnost gospodarskog oporavka.

Upravo **pokazatelji vanjskih neravnoteža** upućuju na slabu konkurentnost kroz negativno stanje međunarodnih ulaganja i robni izvoz koji zaostaje za potencijalom, čime je ugrožena vanjska održivost. Premda su uočena izvjesna poboljšanja u kretanju robne razmjene, pokazatelj 5-godišnje postotne promjene hrvatskog izvoza na izvoznom tržištu zorno pokazuje smanjenje udjela u svjetskom izvozu. Loši izvozni rezultati usko su povezani sa strukturnim slabostima hrvatskoga gospodarstva te gubitkom (ne)cjenovne konkurentnosti. Istodobno, pokazatelj neto stanja međunarodnih ulaganja upućuje na to da su ona ponajprije bila povezana s procesom privatizacije uz izostanak *greenfield* ulaganja. S druge strane, Hrvatska je u usporedbi sa sličnim gospodarstvima u regiji pokazala da je uspješnija u izvozu usluga, prije svega zahvaljujući turističkom sektoru. No vanjska ranjivost gospodarstva je i dalje u porastu, s obzirom na smanjenje priljeva kapitala i rastući vanjski dug. Budući da rješavanje pitanja konkurentnosti domaćeg proizvoda i povećanja izvoza te privlačenje *greenfield* investicija pretpostavljaju cijeli niz sinkroniziranih ekonomskih reformi, u ovoj godini ne očekujemo značajni napredak u pogledu korekcije tih dvaju ključnih indikatora vanjske neravnoteže.

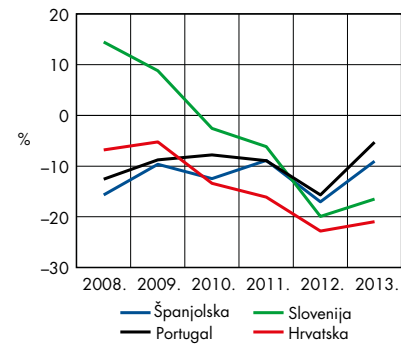
Istodobno, **pokazatelji unutarnje neravnoteže** koji nisu zadovoljili ciljane vrijednosti odnose se na stopu nezaposlenosti čiji trogodišnji prosjek značajno odudara od gornjeg referentnog praga (10%) te na visinu javnog duga koji premašuje kriterij udjela u BDP-u (60%). S nizom strukturnih slabosti Hrvatska spada među zemlje s najvišim stopama nezaposlenosti uz visoku dugotrajnu nezaposlenost. Uslijed dugotrajne krize koju obilježava konstantno odgađanje strukturnih reformi, stvara se golemi pritisak na socijalne rashode koji se ne mogu financirati iz tekućih prihoda. Uz prevelik i odviše neracionalan državni aparat u čije rashode pristižu i prijenosi obveza po danim jamstvima (nerestrukturiranim) javnim poduzećima, Hrvatska je tijekom posljednjeg desetljeća obilato posegnula za novim zaduženjima. Više od same razine javnog duga u Hrvatskoj zabrinjava dinamika njegovog neodrživog rasta. Uključujući dana državna jamstva, dug opće države je porastao s 43% BDP-a, koliko je iznosio krajem 2008. godine, na 85% BDP-a krajem 2014. Samo u odnosu na 2013. godinu javni dug u takvom obuhvatu povećao se za gotovo 5% ili 4,4 p.b. BDP-a. Snažan rast zaduženja ponajprije je posljedica akumulacije proračunskih deficita koji su slika brzorastućih socijalnih rashoda (mirovine, zdravstvo), rashoda za plaće, izdataka za kamate i u posljednje vrijeme izdataka za uplate u proračun EU-a. Istodobno, dugogodišnjom recesijom iscrpljeni privatni sektor svojom oslabljenom poslovnom aktivnošću ne uspijeva proizvesti dostatnu razinu tekućih proračunskih prihoda. U nastojanju da sačuva standard i razinu javne potrošnje država poseže za jednokratnim mjerama upravo na prihodnoj strani proračuna (poput prebacivanja sredstava iz II. mirovinskog stupa u I. stup). No takve mjere u konačnici će biti uključene u kalkulaciju deficita opće države, dok će s druge strane dospjeli neplaćeni dugovi (zdravstva i/ili javnih poduzeća) također uvećati iznos proračunskog manjka odnosno javnog duga. S obzirom na to da su kumulirani državni deficiti izravni generator rasta javnog duga, ta dva fiskalna kriterija za Hrvatsku posebno se prate u sklopu EDP-a. Podsjetimo, Vijeće EU-a je u siječnju prošle godine donijelo Odluku o postojanju prekomjernog deficita za Hrvatsku te postavilo rok za njegovu korekciju u razdoblju do 2016. godine. Hrvatska je u sklopu prošlogodišnjeg ciklusa Europskog semestra dostavila EK svoja dva glavna strateška dokumenta u kojima se predviđa fiskalna konsolidacija onim intenzitetom kako nalaže EDP. No sada, godinu dana poslije, svjedočimo fiskalnim ostvarenjima koja ne idu smjerom EDP-a. Nedvojbeno je da će deficit za prošlu godinu značajno premašiti ciljane vrijednosti, što ujedno znači potencijalno novo zaduženje. Parcijalni konsolidacijski zahvati neće biti dovoljni za pozitivnu ocjenu EK u sklopu ovogodišnjeg semestra. Nakon identificiranih makroekonomskih neravnoteža i nakon učinjene dubinske analize rashoda, potpuno je razvidno u kojem smjeru se treba kretati hrvatska ekonomska politika. U iščekivanju novog Nacionalnog programa reformi i Programa konvergencije koji u Bruxelles moraju biti dostavljeni do kraja travnja, možemo se nadati da Hrvatska neće zbog neispunjenja konvergencijskih uvjeta dospjeti pod sankcije fondova EU-a. Istodobno, rizik odgode reformi pojačava se s približavanjem datuma parlamentarnih izbora, što znači da će teret još veće konsolidacije pasti na leđa neke nove Vlade.

Neto stanje međunarodnih ulaganja



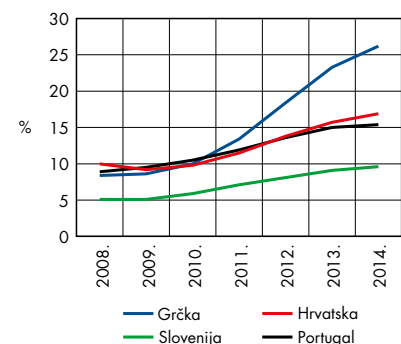
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Udjeli na izvoznom tržištu, % promjena (5 godina)



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Stopa nezaposlenosti, 3-godišnji prosjek

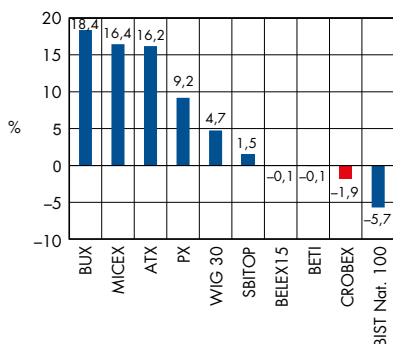


Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Poplava likvidnosti zaobišla Zagrebačku burzu

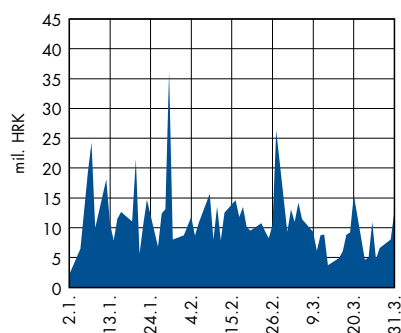
- Oporavak dioničkih indeksa u regiji, rastom prednjačio mađarski BUX
- CROBEX i CROBEX10 nastavili gubiti na vrijednosti
- Na Zagrebačkoj burzi zabilježen manji promet, ali veća tržišna kapitalizacija dionica

Regionalni indeksi – prinosi u 1. tr. 2015.



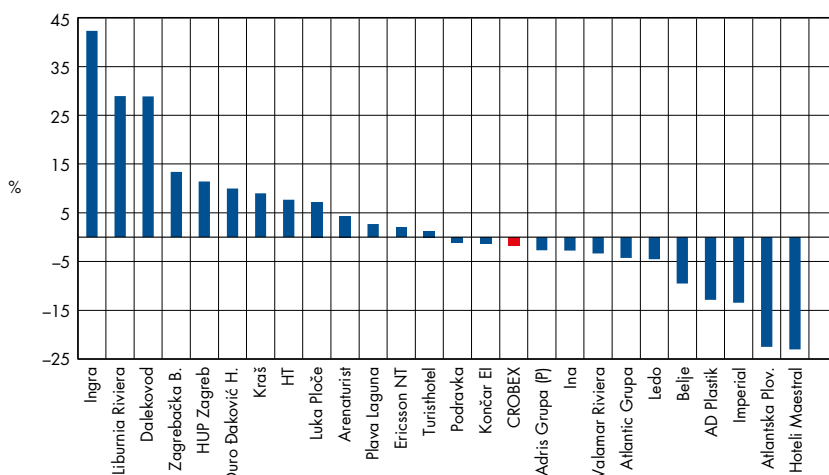
Napomena: U lokalnoj valuti na datum 31.3.2015.
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Redovni promet u 1. tr. 2015.



Izvor: Zagrebačka burza

Povrati sastavnica CROBEX-a u 1. tr. 2015. (dividende nisu uključene)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Regionalni povrati. Za razliku od prethodnog tromjesečja dionički indeksi šire regije u prvome tromjesečju 2015. većinom su rasli, a dosta njih je zabilježilo i dvoznamenkasti prinos. Agresivnija monetarna politika Europske središnje banke, smirivanje situacije u Ukrajini te zatišje u odnosima s Rusijom kao i poboljšanje izgleda za većinu gospodarstava u regiji i eurozoni pozitivno su utjecali na dionička tržišta. Potaknut stabilizacijom bankarskog sustava te dobrim ekonomskim pokazateljima, mađarski BUX je ostvario najbolji rezultat u prvome tromjesečju. Nakon slabih rezultata u 2014. austrijski ATX u prvome tromjesečju bilježi odličan povrat od preko 16%. Iako je ekonomija tijekom prošle godine stagnirala, a slična ekonomska aktivnost se nastavlja i ove godine, pozitivan utjecaj na austrijsko tržište dionica dolazi većinom od viška likvidnosti koja je rezultat monetarne politike ESB-a. Ruski MICEX svakako je najviše profitirao od novog mirovnog sporazuma u Minsku kojim se situacija između Ukrajine i Rusije smirila te trenutačno stabilizirala. Bolji izgledi gospodarstava eurozone dobro su se odrazili na češko gospodarstvo, koje je snažno orijentirano na izvoz pa je tako češki indeks PX u prva tri mjeseca 2015. zabilježio rast od preko 9%. Beogradski BELEX te BET, indeks burze u Bukureštu, stagnirali su, bugarski SOFIX te CROBEX su zabilježili pad, a s minusom od 5,7% turski BIST Nat. 100 zabilježio je najslabiji rezultat.

Trgovanje dionicama na Zagrebačkoj burzi. Glavni indeksi Zagrebačke burze godinu su započeli daljnjim padom vrijednosti pa je tako CROBEX u prvome tromjesečju oslabio 1,9%, a CROBEX10 0,9%. Većina sektorskih indeksa također je u prvom tromjesečju zabilježila pad vrijednosti, a među njima najviše CROBEXtransport s minusom od 12%. Dionice građevinskih kompanija najviše su rastle (+5,6%), a odmah iza njih su dionice turističkih kompanija (+4,8%). Redovni promet dionicama bio je manji za 4,2% u odnosu na prethodno tromjesečje, a u odnosu na isto razdoblje prošle godine smanjio se za čak 16,9%. S druge strane, tržišna kapitalizacija je porasla u prvom tromjesečju u odnosu na prethodno razdoblje za 2,7%, dok je u odnosu na prvo tromjesečje prošle godine veća za

10,9%, djelomično i zbog uvrštenja novih dionica nakon IPO-a Tankerske Next Generation i Granolia te novih dionica Dalekovoda. Najveći promet je ostvaren ponovno dionicama Hrvatskog Telekom. Nakon redovne revizije indeksa CROBEX u sastav indeksa ušlo je najviše kompanija iz turističkog sektora, kojih je sad osam i imaju težinu od oko 21% indeksa. Osim dionica Ingre, u prva tri mjeseca ove godine rastom cijene se među sastavnicama CROBEX-a istaknula dionica Dalekovoda, ponajviše na temelju nekoliko dobrih vijesti o novim poslovima te kompanije.

Očekujemo nastavak rasta dioničkih indeksa u regiji

- Očekujemo nastavak rasta dioničkih indeksa u regiji na krilima fundamenta i likvidnosti
- Očekujemo rast i indeksa CROBEX10, ali u drugom dijelu godine
- P/E indeksa CROBEX10 nakon revizije manji nego kod većine regionalnih indeksa zbog niske likvidnosti i slabih izgleda za rast gospodarstva

Vrednovanje tržišta i očekivanja. Iako su rezultati poslovanja većine sastavnica indeksa CROBEX10 u 2014. bili slabiji nego u godini prije, naša očekivanja za tekuću godinu se ipak kreću u smjeru poboljšanja zbog očekivanog smanjenja jednokratnih troškova restrukturiranja, ali i zbog očekivanoga gospodarskog oporavka zemalja Središnje Europe i eurozone, što bi se moglo pozitivno odraziti ne samo na kompanije izvoznice nego i na turističke kompanije. Jačanje američkog dolara moglo bi se negativno odraziti na rezultate uvoznika sirovina denominiranih u toj valuti te na financijski rezultat rijetkih kompanija zaduženih u toj valuti, dok je smjer budućeg kretanja ruske rublje još uvijek vrlo neizvjestan. U tom kontekstu očekujemo skroman rast ponderirane neto dobiti sastavnica (+1,6% u odnosu na rezultate 2014.). Ipak, iznimno niski redovni promet te slabe naznake oporavka gospodarstva donekle ograničavaju potencijal rasta domaćeg blue chip indeksa. Nakon uključivanja dionica Valamar Riviere i isključenja dionica Petrokemije te promjene udjela sastavnica, očekivani P/E za 2015. indeksa CROBEX10 iznosi 12,4x, što je ispod razine indeksa poljske, mađarske, češke i austrijske burze, ali malo iznad rumunjskog i turskog indeksa. Po dividendnom prinosu s očekivanih 2,4% u 2015. CROBEX10 stoji na dnu ljestvice uz turski dionički indeks. Imajući u vidu sve gornje indikatore, očekujemo skroman rast indeksa CROBEX10 u tekućem tromjesečju te rast od oko 8% u sljedećem 12-mjesečnom razdoblju. U tekućem tromjesečju u fokusu bi se mogle naći dionice Adris grupe zbog postupka izdvajanja duhanskog biznisa i dionice Podravke zbog moguće dokapitalizacije te zbog akvizicije slovenskog Žita.

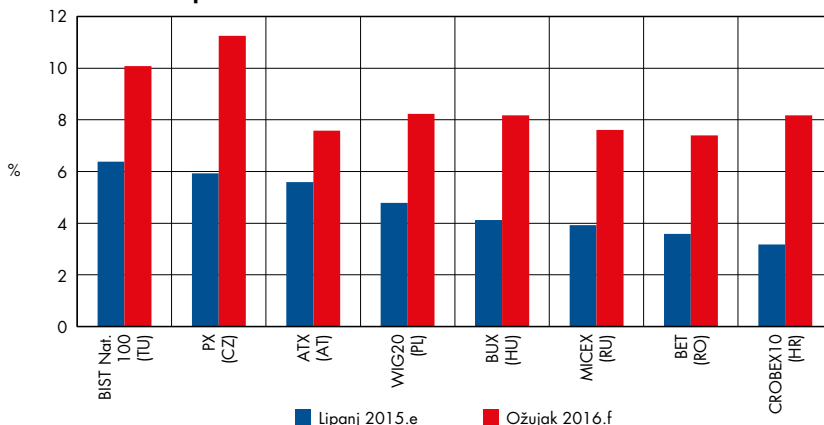
Za ostale indekse u široj regiji također očekujemo ostvarivanje pozitivnih povrata i u tekućem tromjesečju i u idućih godinu dana, a smatramo da nabolje izgleda za rast ima turski indeks BIST Nat. 100 zbog atraktivnog vrednovanja, dobrih izgleda za rast ekonomije te korekcije nakon pada u prvom tromjesečju. Češkom indeksu PX također dodjeljujemo dobre izgleda za rast unatoč već ostvarenom solidnom pomaku u prvom tromjesečju.

Neto dobit sastavnica CROBEX10

u mil. kuna	2013.	2014.
Hrvatski Telekom	1.442	1.138
Adris grupa	377	384
Atlantic Grupa	195	200
Ledo	187	134
Končar – elektroindustrija	135	129
Podravka	67	92
Ericsson NT	144	87
Valamar Riviera	106	52
AD Plastik	28	1
Ina	-1.508	-1.897

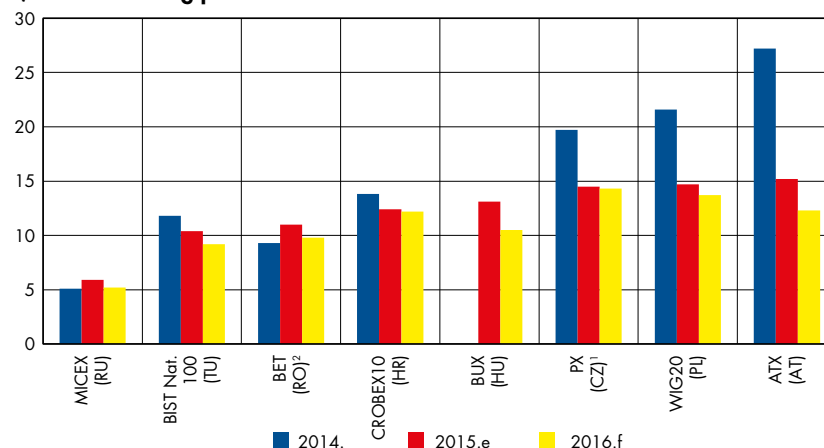
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Očekivano kretanje dioničkih indeksa



Napomena: U lokalnoj valuti na zadnji dan razdoblja.
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

P/E indeksa u regiji



¹ PX bez New World Resources i Erste Group. ² BET bez Fondul Proprietatea
Izvori: Thomson Reuters, IBES, Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Raiffeisen istraživanja

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomska istraživanja

mr. sc. Zrinka Živković Matijević, direktorica Direkcije; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr
Tomislava Ujević, ekonomski analitičar; tel.: 01/46 95 099, e-mail: tomlava.ujevic@rba.hr
mr. sc. Marijana Cigić, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 606, e-adresa: marijana.cigic@rba.hr

Financijsko savjetovanje

mr. sc. Nada Harambašić Nereau, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 870, e-adresa: nada.harambasic-nereau@rba.hr
Ana Turudić, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 380, e-adresa: ana.turudic@rba.hr
Jadran Simić, financijski analitičar; tel.: 01/4566 478, e-adresa: jadran.simic@rba.hr

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

Ivan Žižić, izvršni direktor; tel.: 01/46 95 076, e-adresa: ivan.zizic@rba.hr

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

Kratice

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje	f – prognoza (<i>forecast</i>)	NPL – <i>non-performing loan</i>
BDP – bruto domaći proizvod	Fed – <i>Federal Reserve System</i>	n.v. – nema vrijednosti
BDV – Bruto dodana vrijednost	FOMC – <i>The Federal Open Market Committee</i>	p.b. – postotni bod
CDS – <i>Credit Default Swap</i>	GBP – britanska funta	pr – prosjek razdoblja
CHF – švicarski franak	god. – godina	QE – kvantitativna monetarna ekspanzija
CIS – Zajednica neovisnih država	HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga	RBA – Raiffeisen Bank
DZS – Državni zavod za statistiku	HNB – Hrvatska narodna banka	RoE at – <i>return on equity after taxation</i> (povrat na kapital nakon oporezivanja)
e – procjena (<i>estimate</i>)	HRK – kuna	SAD – Sjedinjene Američke Države
EDP – procedura pri prekomjernom deficitu	IBES – <i>Institutional Brokers' Estimate System</i>	SDA – Središnja depozitarna agencija
EIP – <i>Excessive Imbalance Procedure</i>	ILO – <i>International Labour Organisation</i>	SE – Srednja Europa
EIZG – Ekonomski institut, Zagreb	JIE – zemlje Južne i Istočne Europe	SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe
EK – Europska komisija	kr – kraj razdoblja	tr. – tromjesečje
ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa	m, mj. – mjesec	TZ – trezorski zapisi
ESB – Europska središnja banka	MF – Ministarstvo financija	USD – američki dolar
EU – Europska unija	MIP – <i>Macroeconomic Imbalance Procedure</i>	wiiv – <i>Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche</i>
EUR – euro	mil. – milijun	WTI – <i>West Texas Intermediate</i>
Eurostat – Statistički ured Europske unije	mlrd. – milijarda	

Regulator

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), HNB

Nakladnik

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

Publikacija je dovršena 15. travnja 2015.

ISSN 1332-9391

OPĆE NAPOMENE

Izdavatelj publikacije: Raiffeisenbank Austria d.d. Petrinjska 59, 10000 Zagreb, Hrvatska ("RBA"). RBA je kreditna institucija osnovana u skladu sa odredbama Zakona o kreditnim institucijama. *Ekonomska istraživanja* su organizacijska jedinica RBA. Nadzorno tijelo: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga Ova publikacija izrađena je isključivo u informativne svrhe i ne smije se reproducirati, prevoditi ili činiti dostupnom trećim osobama osim namjeravanog korisnika, u cijelosti ili djelomice, bez prethodne pisane suglasnosti RBA u svakom pojedinom slučaju. Ova publikacija ne predstavlja investicijski savjet ili preporuku glede kupovanja, držanja ili prodaje financijskih instrumenata, niti ponudu ili poziv na davanje ponude, te ne zamjenjuje niti dopunjuje bilo kakav pravni dokument koji je po propisima bilo koje države, uključujući i Republiku Hrvatsku, potreban za primarno izdanje ili sekundarnu trgovinu financijskim instrumentima, bez obzira radi li se o malim ili profesionalnim ulagateljima te bez obzira radi li se o subjektima ili rezidentima Republike Hrvatske ili koje druge jurisdikcije. Ova publikacija temelji se na javno dostupnim informacijama, koje smatramo pouzdanim, ali za čiju potpunost i točnost ne preuzimamo nikakvu odgovornost. Sve analize sadržane u ovoj publikaciji utemeljene su jedino na javno dostupnim informacijama i pod pretpostavkom da su te informacije cjelovite i točne, a što ne mora biti slučaj i za korisnika predstavlja rizik, kako izdavatelja, tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda. Procjene, projekcije, preporuke ili predviđanja budućih događaja te mišljenja iznesena u ovoj publikaciji predstavljaju neovisne prosudbe analitičara na dan objavljivanja, ako nije drugačije navedeno. Zadržavamo pravo u bilo kojem trenutku promijeniti stajališta iznesena u ovoj publikaciji, bez prethodne ili naknadne obavijesti. Osim toga, zadržavamo pravo ne ažurirati iznesene informacije ili ih potpuno ukinuti, bez prethodne ili naknadne obavijesti. Objava ažurirane analize, ako je i bude, ostaje diskrecijska odluka analitičara i RBA. Stoga ova publikacija ne može predstavljati i ne predstavlja temelj za donošenje investicijske odluke, već se svi korisnici pozivaju da se prije donošenja investicijske odluke informiraju dodatno i u mjeri koju žele potrebnu. Ovo posebno vrijedi u slučaju da ova publikacija sadrži preporuku "kupiti", "držati", "reducirati" ili "prodati". Investicijske mogućnosti o kojima se raspravlja u ovoj publikaciji mogu biti neprikladne za neke investitore, ovisno o njihovim konkretnim investicijskim ciljevima i investicijskom horizontu, te uzimajući u obzir njihov ukupan financijski položaj. Investicije koje su predmet ove publikacije mogu varirati s obzirom na cijenu ili vrijednost. Investitori mogu ostvariti povrat manji od početnog ulaganja. Promjene deviznog tečaja mogu imati negativan utjecaj na vrijednost investicija. Osim toga, rezultati ostvareni u prošlosti ne impliciraju rezultate u budućnosti. Rizici povezani s ulaganjem u financijske, novčane ili investicijske instrumente koji su predmet ove publikacije nisu objašnjeni u potpunosti. Informacije su iznesene bez jamstva, u zatečenom stanju, te se ne smiju smatrati zamjenom za investicijski savjet ili preporuku. Investitori moraju sami donijeti odluku u pogledu primjerenosti ulaganja u bilo koji od ovdje spomenutih instrumenata, na temelju koristi i rizika koji iz njih proizlaze, vlastite investicijske strategije, te pravnog, fiskalnog i financijskog položaja. Budući da ova publikacija ne predstavlja preporuku za ulaganje ili izravnu preporuku za ulaganje, ona, niti bilo koji njezin dio, ne predstavlja osnovu za sklapanje bilo kakvog ugovora ili preuzimanje bilo kakve obveze, niti se u nju smije pouzdati u vezi s takvim radnjama, niti se ona smije koristiti kao poticaj za takve radnje. Ulagачima se savjetuje da stupe u kontakt s ovlaštenim investicijskim savjetnicima za pojedinačna objašnjenja i savjete. RBA, Raiffeisen Bank International AG, te bilo koje povezano društvo kao ni njihovi direktori, ovlaštene osobe ili zaposlenici, te bilo koja druga osoba, ne prihvaćaju nikakvu odgovornost (iz nemara ili drugog razloga) za bilo kakve gubitke prouzročene na bilo koji način zbog korištenja ove publikacije ili njezinog sadržaja, odnosno na drugi način prouzročene s njom u vezi. Ova se publikacija distribuira ulagačima od kojih se očekuje donošenje samostalnih investicijskih odluka i procjene rizika ulaganja, kako rizika samog izdavatelja tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda, bez nepotrebnog oslanjanja na ovu publikaciju, te se, bez prethodnog odobrenja RBA, ne smije distribuirati, umnažati ili objavljivati u cijelosti ili djelomično ni u koju svrhu. RBA objavljuje analize i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane Raiffeisen Centrobank, Austrija ("RCB") te Raiffeisen Zentralbank AG, Austrija ("RZB") pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA. Objava interesa i sukoba interesa: RBA i/ili s njom povezano društvo i/ili zaposlenik RBA koji je sudjelovao na izradi publikacije i/ili zaposlenik RBA koji je imao pristup publikaciji prije njezine distribucije mogu imati ili imaju ili su imali značajan financijski interes u jednom ili više financijskih instrumenata izdavatelja koji su predmetom publikacije. RBA i/ili s njom povezano društvo i/ili zaposlenik RBA koji je sudjelovao na izradi publikacije i/ili zaposlenik RBA koji je imao pristup publikaciji prije njezine distribucije mogu biti ili jesu u sukobu interesa u vezi s izdavateljem koji je predmetom publikacije. Postoji mogućnost da RBA ili s njom povezano društvo: • trenutno obavlja ili je u prošlosti obavljala poslove glavnog voditelja ili suvoditelja postupka ponude financijskih instrumenata izdavatelja spomenutih u ovoj publikaciji; i/ili • trenutno obavlja ili je u prošlosti obavljala poslove poslove održavatelja tržišta ili drugog održavatelja likvidnosti za financijske instrumente izdavatelja spomenute u ovoj publikaciji; i/ili • ima sklopljen sporazum s izdavateljem koji se odnosi na pružanje usluga investicijskog bankarstva; i/ili • ima sklopljen sporazum s izdavateljem koji se odnosi na poslove izdavanja preporuka. Napominjemo da RBA, s njom povezano društvo i zaposlenici ili članovi organa upravljanja, kao i osobe koje su sudjelovale u izradi ove publikacije te s njima povezane osobe možda drže ili trguju financijskim instrumentima ili posluju sa subjektima iz sektora na koje se ova publikacija odnosi. Međutim, RBA je primjenom mjera zaštite povjerljivosti i sprečavanja sukoba interesa u razumnoj mjeri osigurala da takva okolnost ni na koji način nije utjecala na bilo što navedeno u ovoj publikaciji. Na sukobe interesa primjenjuju se pravna, fizička i druga ograničenja (koja se zajednički nazivaju „Kineski zidovi“) , a njihova je svrha je ograničiti protok informacija između poslovnog područja/organizacijske jedinice unutar RBA te ostalih društava unutar grupe. Tako je npr. Investicijsko bankarstvo, koje obuhvaća aktivnosti korporativnog financiranja putem tržišta kapitala, odvojeno fizičkim i drugim barijerama od jedinica trgovanja te jedinica za istraživanje i analizu. Portfelji analitičara dostupni su na www.limun.hr. Izjava analitičara: Financijska naknada autoru analize nije i neće biti povezana, izravno ili posredno, s preporukama ili stajalištima iznesenim u ovoj publikaciji. RBA ima odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga za obavljanje svih poslova propisanih važećim Zakonom o tržištu kapitala i drugim važećim zakonima i podzakonskim propisima. Međutim, RBA je ovlaštena obavljati te poslove samo na teritoriji Republike Hrvatske, ne i drugdje. Ukoliko bi ova publikacija, u cijelosti ili djelomično, bila dostupna u bilo kojoj jurisdikciji osim Republike Hrvatske, treba je smatrati nepostojećom. Ovak dokument se ne smije distribuirati u UK, Japanu, Hong Kongu, Kanadi i SAD-u.

