

RBAAnalize

broj 58
srpanj 2015.

Skroman rast

- Strukturne slabosti – prepreke snažnijem oporavku
- Rast duga i visoka vanjska ranjivost
- U očekivanju solidne turističke sezone
- Niska likvidnost dioničkog tržišta



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Kako do održivog i stabilnog rasta?	5
-------------------------------------------	---

Realni sektor

Početak oporavka	6
------------------------	---

Fiskalna politika

Neispunjeno fiskalno pravilo	8
------------------------------------	---

Tržište duga

Grčka u fokusu, novo kunsko izdanje	10
-------------------------------------------	----

Monetarna politika i inflacija

Bez inflatornih pritisaka uz nastavak ekspanzivne monetarne politike	11
----------------------------------------------------------------------------	----

Tečaj

(Privremeni) odmak od sezonskih kretanja	12
------------------------------------------------	----

Bilanca plaćanja i vanjski dug

Rast bruto inozemnog duga	13
---------------------------------	----

Financijski sustav

Stabilnost financijskog sustava, ali bez rasta plasmana	14
---------------------------------------------------------------	----

Tema broja: Turizam

Turizam: još jedna godina pozitivnih očekivanja	15
-------------------------------------------------------	----

Tržište dionica

Promet dionicama na Zagrebačkoj burzi i dalje u opadanju	18
Povratak fundamentima	19

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.e	2016.f	2017.f	2018.f
BDP i proizvodnja										
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-7,4	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,4	0,5	1,0	1,5	2,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	45.093	45.022	44.737	43.959	43.516	43.045	43.104	43.929	45.658	47.549
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.471	10.479	10.426	10.280	10.213	10.138	10.188	10.419	10.868	11.318
Trgovina na malo, % promjena, realno	-11,6	-2,1	0,6	-4,1	-0,6	0,4	2,0	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	0,0	1,4	2,3	2,5
Proizvođačke cijene, %, kraj razdoblja	1,6	5,7	5,8	6,9	-2,6	-3,4	0,3	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	18,8	18,2	18,0	17,5
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	9,2	11,6	13,7	15,9	17,4	17,3	16,9	16,7	16,5	16,0
Prosječna neto plaća, u HRK	5.311	5.343	5.441	5.478	5.515	5.534	5.726	5.827	5.944	6.033
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-5,9	-6,0	-7,5	-5,3	-5,4	-5,7	-5,4	-5,0	-4,4	-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	90,5	93,7	95,4	95,9
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	15.578	17.007	18.111	18.316	18.762	19.938	21.034	21.876	22.860	23.797
% promjena	-16,0	9,2	6,5	1,1	2,4	6,3	5,5	4,0	4,5	4,1
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	17.236	17.153	18.293	18.093	18.540	19.037	19.475	20.040	20.661	21.219
% promjena	-23,0	-0,5	6,6	-1,1	2,5	2,7	2,3	2,9	3,1	2,7
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ¹	-5,1	-1,1	-0,8	-0,1	0,8	0,7	0,9	0,7	0,4	0,0
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	7,6	7,3	7,1
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ²	2.278	1.049	1.010	1.109	735	2.876	1.450	1.500	1.700	1.700
Noćenja turista, % promjena	-1,3	2,6	7,0	4,0	3,3	2,7	3,6	3,0	2,8	2,5
Inozemni dug, mlrd. EUR	45,6	46,9	46,4	45,3	46,0	46,7	47,9	48,8	50,0	51,3
Inozemni dug, kao % BDP-a ¹	101,1	104,2	103,7	103,0	105,6	108,4	111,3	111,1	109,5	107,9
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ¹	292,7	275,8	256,2	247,3	245,0	234,0	227,7	223,1	218,7	215,6
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,09	5,57	5,82	5,73	5,55	6,30	7,33	6,70	5,88	5,88
pr, USD/HRK	5,28	5,50	5,34	5,85	5,71	5,75	6,89	7,03	6,38	5,88
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,31	7,39	7,53	7,55	7,62	7,66	7,70	7,70	7,65	7,65
pr, EUR/HRK	7,34	7,29	7,43	7,52	7,57	7,63	7,65	7,66	7,66	7,65
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	47,2	48,0	51,5	52,0	58,2	63,5	65,9	69,2	72,0	75,0
% promjena	-14,6	1,7	7,3	1,0	11,9	9,2	3,8	5,0	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	239,7	242,1	245,7	249,9
% promjena	-0,9	5,6	4,7	-4,6	-1,3	-2,6	0,8	1,0	1,5	1,7
ZIBOR 3m, %, pr	8,9	2,4	3,2	3,4	1,5	1,0	1,1	1,3	2,1	3,5
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	7,5	4,0	3,9	3,9	2,5	1,9	1,5	1,6	2,1	3,7

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

BDP, realna godišnja promjena (%)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	3,4	3,9	3,6	3,4
Mađarska	3,6	3,0	2,5	2,3
Češka	2,0	3,2	2,4	2,4
Slovačka	2,4	3,1	3,5	3,5
Slovenija	2,6	2,4	2,3	1,8
SE	3,0	3,5	3,1	3,0
Hrvatska	-0,4	0,5	1,0	1,5
Bugarska	1,7	2,0	2,1	3,0
Rumunjska	2,8	4,0	3,5	3,0
Srbija	-1,8	0,0	2,5	3,0
BiH	0,5	2,5	3,0	3,0
Albanija	2,0	3,0	4,0	4,0
JIE	1,5	2,6	2,8	2,8
Rusija	0,6	-4,0	0,5	1,5
Ukrajina	-6,8	-10,0	1,5	3,0
Bjelorusija	1,6	-3,5	0,5	2,5
CIS	0,2	-4,4	0,6	1,6
SIE	1,2	-1,2	1,6	2,2
Italija	-0,4	0,8	1,5	n.v.
Austrija	0,3	0,7	1,8	1,7
Njemačka	1,6	1,6	2,2	1,3
Eurozona	0,9	1,4	1,9	1,4
SAD	2,4	2,7	3,0	2,5

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene (% , pros. god. prom.)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	0,0	-0,4	1,5	2,2
Mađarska	-0,2	0,5	2,9	2,8
Češka	0,4	0,5	1,7	1,9
Slovačka	-0,1	0,0	1,3	2,5
Slovenija	0,2	0,3	1,5	2,1
SE	0,1	0,0	1,7	2,2
Hrvatska	-0,2	0,0	1,4	2,3
Bugarska	-1,4	0,1	2,2	3,0
Rumunjska	1,1	0,0	1,4	2,8
Srbija	2,9	2,0	4,0	4,5
BiH	-0,9	1,0	2,0	2,5
Albanija	1,6	1,8	2,8	3,5
JIE	0,7	0,4	1,9	2,9
Rusija	7,8	15,2	7,5	7,0
Ukrajina	12,1	53,7	14,0	12,0
Bjelorusija	18,1	17,0	16,0	16,0
CIS	8,5	17,7	8,2	7,6
SIE	5,1	10,5	5,6	5,5
Italija	0,2	0,2	1,1	#nv
Austrija	1,5	1,2	1,9	2,3
Njemačka	0,8	0,4	2,6	2,5
Eurozona	0,4	0,4	1,4	1,8
SAD	1,6	0,0	2,7	2,0

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Stopa nezaposlenosti (% , god. prom.)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	12,3	10,7	9,7	9,8
Mađarska	7,7	7,4	6,9	6,4
Češka	7,7	6,6	6,3	6,1
Slovačka	13,2	12,1	11,5	10,9
Slovenija	9,7	9,6	9,3	n.v.
SE	10,7	9,5	8,8	n.v.
Hrvatska	17,3	16,9	16,7	16,5
Bugarska	11,4	11,0	10,7	9,8
Rumunjska	6,8	6,7	6,5	n.v.
Srbija	22,0	23,0	22,0	19,0
BiH	27,5	26,5	24,0	21,0
Albanija	18,0	17,0	15,0	13,0
JIE	12,4	12,3	11,8	n.v.
Rusija	5,3	6,5	6,5	6,0
Ukrajina	9,3	11,5	11,0	10,0
Bjelorusija	0,5	1,0	1,5	2,0
CIS	5,4	6,6	6,6	6,1
SIE	7,8	8,1	7,8	n.v.
Italija	12,7	12,4	n.v.	n.v.
Austrija	5,6	5,7	5,6	n.v.
Njemačka	5,0	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	11,6	11,1	10,9	n.v.
SAD	6,2	5,2	4,2	5,0

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Tekući račun (% BDP-a)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	-0,5	-1,2	-1,7	n.v.
Mađarska	3,9	3,8	3,7	3,7
Češka	0,6	0,6	0,6	-0,4
Slovačka	0,1	-0,1	-0,1	0,0
Slovenija	5,8	4,8	4,6	n.v.
SE	0,4	0,2	-0,1	0,4
Hrvatska	0,7	0,9	0,7	0,4
Bugarska	0,0	2,3	-0,8	-3,4
Rumunjska	-0,5	-1,5	-2,0	n.v.
Srbija	-6,0	-6,0	-5,7	n.v.
BiH	-7,7	-7,8	-7,5	-8,0
Albanija	-10,3	-10,7	-10,1	n.v.
JIE	-1,6	-1,9	-2,5	-0,8
Rusija	3,5	3,7	2,7	1,9
Ukrajina	-4,0	-1,9	-0,7	-4,7
Bjelorusija	-6,6	-5,1	-5,7	-5,7
CIS	2,6	3,0	2,2	1,3
SIE	n.v.	1,5	0,9	n.v.
Italija	1,9	2,2	2,1	n.v.
Austrija	0,8	0,8	0,7	n.v.
Njemačka	7,6	7,0	6,5	n.v.
Eurozona	2,1	2,4	2,2	1,0
SAD	-2,2	-2,9	-3,4	n.v.

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Saldo konsol. opće države (% BDP-a)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	-3,2	-2,7	-2,3	-2,0
Mađarska	-2,6	-2,6	-2,5	-2,4
Češka	-2,0	-2,5	-1,8	-1,7
Slovačka	0,0	0,0	0,0	0,0
Slovenija	-4,6	-3,5	-3,1	n.v.
SE	-2,6	-2,4	-2,1	-1,7
Hrvatska	-5,7	-5,4	-5,0	-4,4
Bugarska	-3,8	-2,8	-2,5	n.v.
Rumunjska	-1,5	-2,3	-2,3	n.v.
Srbija	-6,6	-6,0	-4,8	n.v.
BiH	-3,8	-2,5	-2,0	-1,0
Albanija	-6,6	-4,5	-3,5	n.v.
JIE	-3,3	-3,3	-3,0	-0,7
Rusija	-1,0	-3,6	-3,5	n.v.
Ukrajina	-11,0	-7,0	-5,5	-3,0
Bjelorusija	1,0	-1,0	0,0	0,0
CIS	-1,6	-4,3	-3,0	n.v.
SIE	-2,1	-3,6	-2,7	n.v.
Italija	-3,0	-2,6	-2,0	n.v.
Austrija	-2,4	-1,9	-1,8	n.v.
Njemačka	0,7	0,0	0,2	n.v.
Eurozona	-2,4	-2,0	-1,7	n.v.
SAD	-2,8	-2,7	-2,4	-2,3

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Javni dug (% BDP-a)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	50,1	50,1	49,9	49,6
Mađarska	76,9	75,0	73,8	70,7
Češka	42,6	41,1	40,4	40,4
Slovačka	53,6	53,3	53,0	52,0
Slovenija	80,0	82,0	81,2	n.v.
SE	53,9	53,4	52,9	48,4
Hrvatska	85,0	90,5	93,7	95,4
Bugarska	27,1	28,5	29,5	n.v.
Rumunjska	39,8	39,8	39,8	n.v.
Srbija	68,8	75,3	78,5	n.v.
BiH	45,0	44,6	42,5	40,1
Albanija	72,0	70,0	69,0	n.v.
JIE	48,8	50,4	51,2	n.v.
Rusija	11,5	12,5	13,5	14,0
Ukrajina	53,6	81,4	72,0	100,0
Bjelorusija	34,1	36,0	37,0	37,0
CIS	15,0	17,7	18,1	20,3
SIE	30,4	32,0	32,2	n.v.
Italija	132,1	133,1	130,6	n.v.
Austrija	84,5	87,0	85,3	n.v.
Njemačka	74,7	72,4	69,6	n.v.
Eurozona	91,9	91,7	90,3	n.v.
SAD	103,2	102,6	101,6	100,5

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

Inozemni dug (% BDP-a)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	70,9	69,5	67,8	n.v.
Mađarska	108,7	92,5	84,8	80,0
Češka	67,0	65,4	63,3	n.v.
Slovačka	88,1	94,4	88,4	75,9
Slovenija	110,1	109,6	106,4	n.v.
SE	78,6	76,0	72,8	n.v.
Hrvatska	108,4	111,3	111,1	109,5
Bugarska	94,7	92,9	91,5	n.v.
Rumunjska	62,8	59,6	57,9	n.v.
Srbija	78,6	78,8	77,2	n.v.
BiH	65,1	62,3	57,1	57,5
Albanija	28,8	29,8	31,3	n.v.
JIE	73,7	71,8	69,9	n.v.
Rusija	35,4	37,7	31,6	28,7
Ukrajina	96,4	131,8	143,4	139,9
Bjelorusija	57,8	59,6	56,9	53,5
CIS	40,1	44,2	38,5	35,6

Izvori: Thomson Reuters, wiw, Raiffeisen istraživanja

EUR/lokalna valuta (prosjek)

	2014.	2015.e	2016.f	2017.f
Poljska	4,19	4,16	4,05	3,91
Mađarska	309	310	320	329
Češka	27,5	27,4	27,3	26,2
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
SE	7,63	7,65	7,66	7,66
Hrvatska	1,96	1,96	1,96	1,96
Bugarska	4,44	4,45	4,42	4,35
Rumunjska	117	122	126	126
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	140	140	140	140
JIE	euro	euro	euro	euro
Rusija	51,0	64,4	64,6	75,5
Ukrajina	15,9	24,9	29,8	36,3
Bjelorusija	13.597	17.247	20.042	25.978
CIS	SIE	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	1,11	1,09	1,23

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	CC	Ca	CC
Bjelorusija	B-	Caa1	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

Kako do održivog i stabilnog rasta?

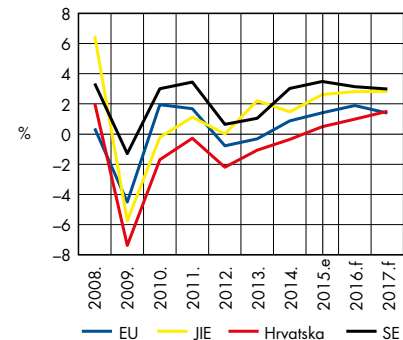
Konačni podaci za prvo ovogodišnje tromjesečje potvrdili su da je Hrvatska statistički izašla iz šest godina duge recesije. Nastavak blagog oporavka gospodarske aktivnosti nastavio se i tijekom drugog tromjesečja. Za razliku od kriznih godina pozitivan doprinos primjećujemo i od domaće potražnje čiji je rast osim učinka baznog razdoblja potpomognut rasterećenjem osobnog dohotka te vrlo dobrim pokazateljima u turizmu. Neto učinak inozemne potražnje ostao je neutralan zahvaljujući relativno snažnom uvozu roba i usluga upozoravajući da u strukturi gospodarstva nije došlo do bitnijih promjena. Naime, izgledna je još uvijek relativno visoka ovisnost domaće potražnje i izvoza o uvozu. Fokus domaće i inozemne javnosti ostaje, što se tiče javnih financija, prije svega na visokom proračunskom deficitu i rastu javnog duga koji se približava razini od 90% BDP-a. U svjetlu predizborne godine reforme javnih sustava ostaju mlake, spore i nekoordinirane, a izgledno je i zadržavanje nepovoljne strukture rashodne strane proračuna.

Jači poticaj privatnom sektoru može doći tek s poreznim rasterećenjem, poboljšanjem investicijskog (poslovnog) okruženja te manjim uplitanjem države u tržište. Preduvjeti za to još uvijek nisu stvoreni pa srednjoročna projekcija rasta gospodarstva ostaje razmjerno niska i krhka. Snažniji rast BDP-a od predviđenih 0,5% na razini godine izgledan je u slučaju jače državne potrošnje ili državne investicijske aktivnosti, ali to, osim što implicira veće manjkove i dugove, predstavlja povratak starom modelu rasta čije negativne posljedice i danas osjećamo. U međuvremenu vrijeme nam poklanja ekspanzivna monetarna politika koja uz obilje likvidnosti na tržištima omogućava razmjerno povoljno zaduživanje. Međutim zbog visoke razine zaduženosti i strukturnih slabosti premija rizika je i dalje visoka, što upozorava na visoku osjetljivost osobito u slučaju povremenih šokova i nestabilnosti na tržištima.

Ohrabruje dosadašnji rast izvoza roba i usluga, koji bi se trebao nastaviti i idućih mjeseci potvrđujući da u hrvatskom gospodarstvu postoje subjekti koji su unatoč prisutnim poteškoćama pronašli svoju tržišnu poziciju na jedinstvenom europskom tržištu. Stalni izazov ostaje tržište rada, koje se stabiliziralo na niskim razinama zaposlenosti i visokim razinama nezaposlenosti, sa stalno prisutnim strukturnim problemima koji se mogu riješiti tek cjelokupnim sagledavanjem gospodarskih potreba i demografskih trendova te reformom javnih sustava, osobito obrazovnog. Opterećena tim problemima osobna potrošnja i dalje će biti suzdržana, a stanovništvo usmjereno na zadovoljavanje osnovnih životnih potreba i razduživanje (barem do kraja ove godine).

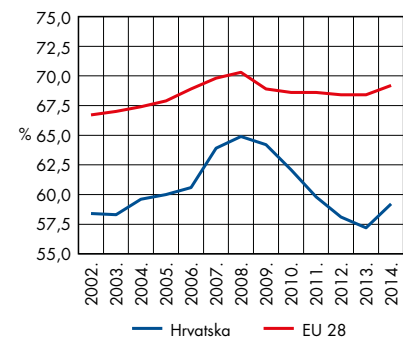
Svjetla točka s velikim potencijalom ostaje turizam, koji neprekidno od 2011. godine bilježi rast noćenja i prihoda uz popratno poboljšanje kvalitete svojih usluga. Naposljetku financijski sustav zadržava stabilnost osiguranu visokom adekvatnošću kapitala. Ipak, ostaje činjenica da stalni napadi na banke otežavaju provedbu funkcije financijskog posredovanja koja je jedna od osnovnih pretpostavki rasta i razvoja cjelokupnoga gospodarstva.

BDP, realna godišnja promjena



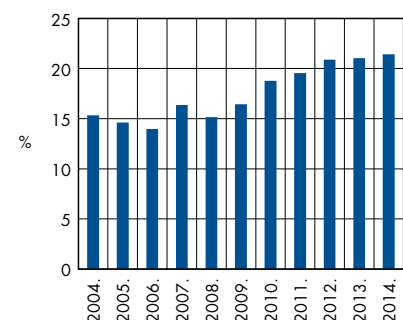
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Stopa zaposlenosti



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Kretanje koeficijenta adekvatnosti kapitala

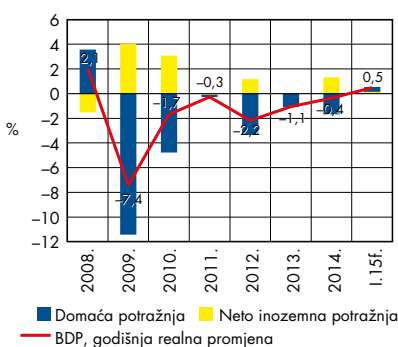


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Početak oporavka

- Iznimno blage, ali pozitivne stope rasta
- Tržište rada i dalje ograničavajući čimbenik oporavka osobne potrošnje
- Održiv i snažniji rast uvjetovan smanjenjem udjela javnog sektora u gospodarstvu

Doprinosi rasti BDP-a

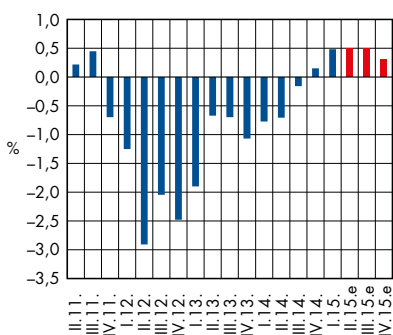


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Uz stagnaciju na tromjesečnoj razini BDP je i drugo tromjesečje zaredom zabilježio blagu godišnju stopu rasta (0,5%) potvrđujući da je Hrvatska nakon šest godina recesije dosegla dno te da slijedi razdoblje blagih, ali ipak pozitivnih stopa rasta gospodarstva.

Za razliku od prethodnih razdoblja, domaća potražnja u prvom tromjesečju ove godine imala je pozitivan utjecaj na realne promjene BDP-a (+0,47 p.b.). Posljedica je to rasta potrošnje kućanstava (+0,3%) i državne potrošnje (+0,6%). I dok je potrošnja kućanstava potpomognuta rasterećenjem osobnog dohotka, a ograničena slabim tržištem rada, zabrinjava realan rast državne potrošnje s obzirom na potrebu snažnije fiskalne konsolidacije s ciljem obuzdavanja rasta deficita i javnog duga.

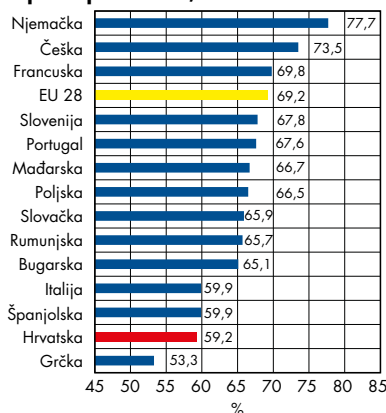
BDP, godišnje tromjesečne promjene



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Pozitivan doprinos neto inozemne potražnje uvelike je poništen rastom uvoza. Naime, iako je najveći pozitivan doprinos povećanju obujma BDP-a u prvom tromjesečju došao od rasta izvoza roba i usluga (+7,2%), rast izvoza posljedica je oporavka na tržištima najznačajnijih vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske, što naglašava potrebu jačanja izvozne konkurentnosti hrvatskog realnog i uslužnog sektora. S druge strane, u istom razdoblju uvoz roba i usluga porastao je po stopi od 5,7% odražavajući visoku ovisnost osobne potrošnje i izvoza o uvozu. Posljedično doprinos neto inozemne potražnje u prvom tromjesečju spustio se na svega 0,01 p.b.

Stopa zaposlenosti, 2014.



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Prema prvim visokofrekventnim pokazateljima osobna potrošnja mogla bi nastaviti rasti i tijekom drugog tromjesečja, pod utjecajem ne samo niske baze već i većeg raspoloživog dohotka, izostanka inflatornih pritisaka i prelijevanja pozitivnih učinaka iz turističke predsezona. S druge strane, i kratkoročno i srednjoročno, snažniji zamah oporavka te najveće komponente BDP-a, teško je očekivati s obzirom na slabo tržište rada, koje i dalje uz strukturne slabosti karakterizira niska stopa zaposlenosti i visoka stopa nezaposlenosti (osobito među mlađom populacijom). Pad prosječne zaposlenosti bitno se usporio, dok stopa nezaposlenosti ima tendenciju pada, ali ostaju neriješeni problemi dugotrajne nezaposlenosti, neusklađenosti između potražnje i ponude radne snage, nezaposlenosti mladih i dugoročne tendencije smanjenja aktivnog stanovništava (radne snage). Problemi su dakle dugoročne naravi i zahtijevaju koordinaciju strukturnih politika u više područja.

Unatoč potrebi obuzdavanja državne potrošnje zbog visokog proračunskog deficita i rastućeg javnog duga, postoji realan rizik njezina rasta osobito uzimajući u obzir predizbornu godinu. Navedeno otvara mogućnost potencijalno većeg rasta BDP-a od projiciranih 0,5% za 2015.

Bruto investicije u fiksni kapital tijekom idućih tromjesečja trebale bi bilježiti prve naznake izlaska iz negativnih stopa rasta, što potkrepljuju i prvi pozitivni pokazatelji iz sektora građevinarstva, a izgledna su i nešto veća ulaganja u opremu s

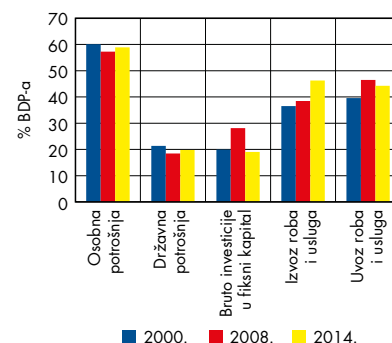
obzirom na sve stabilniji rast industrijske proizvodnje te solidan rast u uslužnom sektoru. Srednjoročno potencijal leži u projektima oslonjenima na kohezijske i strukturne fondove EU-a. Ipak već sada je izvjesno da je za njihovo povlačenje potrebno uz pripremljene projekte imati dobro organizirane administrativne kapacitete na središnjoj i lokalnoj razini državne vlasti. Pred nositeljima ekonomske politike ključno ostaje pitanje otklanjanja administrativnih barijera, što bi pospješilo i potaknulo izravne investicije, ali u sektor razmjenjivih dobara kako bi se povećao utjecaj izvoza na cjelokupno gospodarstvo.

Izvoz roba i usluga i ovu bi godinu trebao zaključiti sa solidnim stopama rasta, potaknut nastavkom oporavka u našim najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima i emitivnim tržištima. Neto učinak izvoza roba i usluga ipak će u 2015. biti nešto niži zbog ovogodišnjeg očekivano većeg uvoza. Ostaje činjenica da je većina djelatnosti deficitarna odnosno da gotovo u svim djelatnostima NKD-a vrijednost robnog uvoza premašuje vrijednost izvoza. U pozadini makroekonomskih kretanja primjetno je da se tržišno restrukturiranje ipak polagano odvija, pri čemu je prilagodba izraženija kod privatnog sektora i to osobito u segmentu malih poduzeća, koja se sve više okreću izvoznom tržištu. Prilagodbu im pritom otežava preveliko porezno opterećenje, nedostatak dugoročnih izvora financiranja, visoke administrativne zapreke te općenito nemogućnost javnog sektora da postane jednostavniji i učinkovitiji.

Posljednji podaci OECD-a pokazuju da se Hrvatska prema tzv. indeksu regulacije tržišta proizvoda (engl. *Product Market Regulation index*) ističe kao zemlja s najnepovoljnijim pokazateljem u usporedbi s ostalim zemljama članicama EU-a. Iznimno loša ocjena Hrvatske temeljem indeksa PMR¹ većim dijelom je posljedica državnih intervencija u tržišne mehanizme kroz intenzivne državne kontrole. Vrijednost ukupnog pokazatelja PMR za Hrvatsku nalazi se iznad razine 2,0 što je značajno više od usporedivih zemalja srednje i istočne Europe koje su obuhvaćene istraživanjem. Drugim riječima, usporedive zemlje u okruženju u prosjeku imaju znatno niži stupanj regulacije tržišta proizvoda od Hrvatske. Promatrajući plasman detaljnije u strukturi indeksa PMR, pokazuje se kako Hrvatska (osim što ima iznimno visok stupanj državne kontrole na tržištu) znatno slabije stoji i kod pokazatelja prepreka poduzetništvu u odnosu na većinu zemalja obuhvaćenih istraživanjem. Naposljetku, Hrvatska je na samom vrhu prema indikatoru koji pokazuje prepreke za trgovinu i investicije.

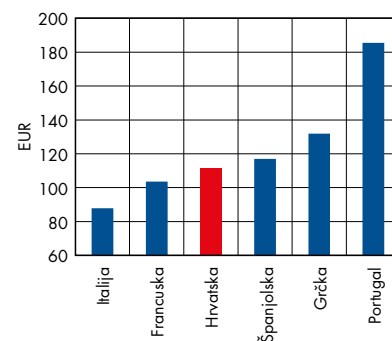
Zaključno ostaje činjenica da unatoč početku naznaka oporavka, rast ostaje krhak uglavnom oslonjen na domaću potrošnju uz neizvjestan početak oporavka investicija. Jedino poboljšanje poslovnog okruženja te oporavak privatnih investicija mogu dati poticaj rastu izvoza roba i usluga. Iako postoji pozitivan rizik većih stopa rasta, njegovi izvori uglavnom leže u javnom sektoru koji je ionako prevelik, neučinkovit i trom. Kao takav rast je neodrživ i prijete daljnjim gušenjem privatnog sektora, uz čiji je rast i razvoj jedino moguće povećati potencijalnu dugoročnu stopu rasta. U suprotnome Hrvatska će komparativno nastaviti zaostajati za usporedivim zemljama srednje Europe.

Struktura BDP-a



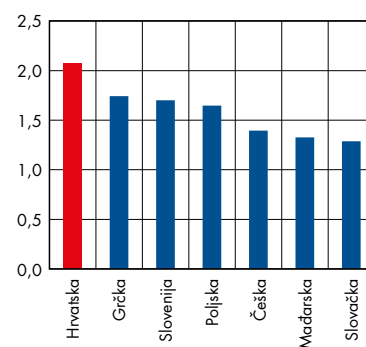
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizma po noćenju



* Prihodi od turizma/ostvarena noćenja
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

OECD indeks regulacije tržišta proizvoda, 2013.



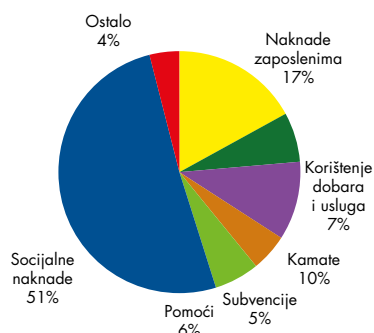
Izvori: OECD, Raiffeisen istraživanja

¹ Izvor: OECD Product Market Regulation index 2013

Neispunjeno fiskalno pravilo

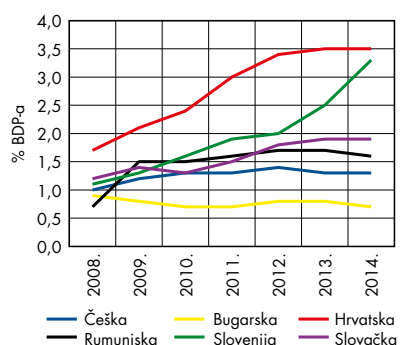
- Metodološke izmjene i problemi s transparentnošću fiskalnih podataka
- Upitna snažnija konsolidacija u predizborno vrijeme
- Odgađanje strukturnih reformi implicira veći deficit i javni dug

Rashodi konsolidiranog središnjeg proračuna, I.-IV. 2015.*



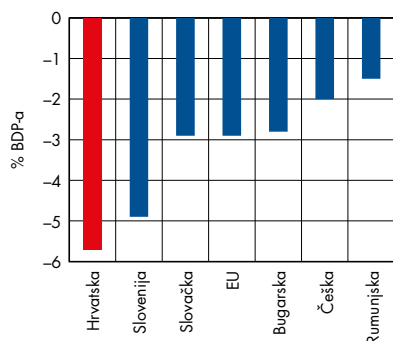
* prema metodologiji GFS 2001 (gotovinsko načelo)
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Rashodi za kamate



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Deficit konsolidirane opće države u 2014. (% BDP-a)*



* prema metodologiji ESA 2010
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Prošla fiskalna godina bila je u znaku prelaska na novu metodologiju izvješćivanja prema ESA 2010 koju propisuje Europska komisija, koju je pratila i reklasifikacija statističkog obuhvata opće države u koji su ušli HBOR i DAB te preuzete obveze po dugu HŽ Carga na osnovi izdanih jamstava. U skladu s novom metodologijom deficit konsolidirane opće države u 2014. dosegao je iznos od 18,8 mlrd. kuna ili 5,7% BDP-a. Kumuliranje fiskalnih deficita tijekom proteklih razdoblja utjecalo je na porast javnog duga, koji je koncem prošle godine premašio razinu od 279 mlrd. kuna ili 85% BDP-a. Najveći utjecaj na porast javnog duga imao je prošireni obuhvat na dug HBOR-a te se javni dug povećao za čak 4,4 p.b. u usporedbi s 2013. godinom.

Unatoč provedenim strukturnim mjerama (u iznosu od 2,3% BDP-a) koje je zahtijevala EK u okviru EDP procedure, ostvareni fiskalni manjak u prošloj godini ponajprije je rezultat pada gospodarske aktivnosti te preuzimanja dugova javnih poduzeća. Nažalost, korektivne mjere su dominantno bile usmjerene na povećanje proračunskih prihoda (ponajprije kroz povećanje stope doprinosa na zdravstveno osiguranje te izmjene u sustavu mirovinskog osiguranja na temelju beneficiranog radnog staža), dok su snažnije strukturne mjere na rashodnoj strani izostale. Drugim riječima, i uz izvjesno smanjenje pojedinih rashoda, zadržana je njihova rigidna struktura s visokim udjelom rashoda za socijalne naknade, plaće i materijalne troškove. S druge strane, smanjeni su rashodi za investicije, čime je dodatno umanjnjen učinak na gospodarski rast. Tako su ukupni rashodi definirani u sklopu fiskalnih pravila¹ u prošloj godini porasli za 0,2%, dok je nominalni BDP smanjen za 0,4%, čime je već drugu godinu zaredom prekršen Zakon o fiskalnoj odgovornosti. Postavlja se stoga pitanje kvalitete karaktera fiskalne prilagodbe koja očigledno zaobilazi značajnije konsolidacijske zahvate na rashodnoj strani proračuna.

Novu fiskalnu godinu obilježile su i važne institucionalne izmjene koje su stupile na snagu 1. siječnja. Naime, izdvajanje HZZO-a iz jedinstvenog sustava državne riznice ne znači nužno i rješavanje dospjelih neplaćenih obveza u zdravstvenom sustavu koje su rezultat zaostalih neplaćanja iz prethodnih razdoblja. Osim toga, isključenjem HZZO-a iz državnog proračuna dodatno se povećao problem transparentnosti u fiskalnoj statistici s obzirom na to da su analitički onemogućene konzistentne međugodišnje usporedbe, a time i ocjene provedbenih politika. Međutim, prema preliminarnim podacima Ministarstva financija (sukladno metodologiji GFS 2001, novčano načelo), u prva četiri mjeseca 2015. deficit konsolidirane središnje države iznosio je 4,4 mlrd. kuna te možemo zaključiti kako on ima tek orijentacijsku vrijednost s obzirom na to da se Hrvatska obvezala u sklopu EDP-a izvješćivati o proračunskom ostvarenju u međunarodno prihvatljivom formatu ESA 2010. Dostupni podaci o ostvarenju središnjeg državnog proračuna pokazuju da je u prvih pet mjeseci trošak plaćanja kamata premašio 5 mlrd. kuna, što je 10,4% više u odnosu na isto razdoblje lani. Bez obzira na

¹ Prema Zakonu o fiskalnoj odgovornosti (NN 139/10, NN 19/14), rashodi umanjnjeni za rast kamata i iznos povučeni sredstava iz fondova EU-a ne smiju rasti više od rasta nominalnog BDP-a.

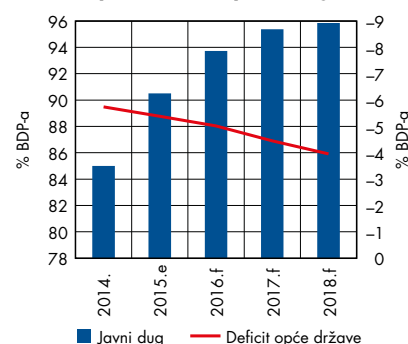
izvjesna poboljšanja u ostvarenju prikupljenog PDV-a koji je u istom razdoblju zabilježio godišnji rast od 9,3%, činjenica jest da državna potrošnja bilježi iznadačekivane vrijednosti, što implicira nastanak novih fiskalnih manjkova. Tako je prema statistici DZS-a u prvom tromjesečju ove godine zabilježen realan rast državne potrošnje od 0,6% godišnje, što upućuje na rizik neostvarenja značajnije fiskalne konsolidacije u (pred)izbornoj godini. Stoga do kraja godine očekujemo rebalans državnog proračuna koji bi mogao rezultirati deficitom od 5,4% BDP-a u 2015. godini. Posljedično, javni dug će premašiti razinu od 90% BDP-a, a s obzirom na predviđeni intenzitet smanjenja proračunskog manjka kakav je predstavljen u sklopu najnovijeg Programa konvergencije, držimo da će se javni dug u osnovnom scenariju stabilizirati tek u 2019. godini, kada bi mogao dosegnuti gotovo 96% BDP-a.

Na razini godine potrebe za bruto financiranjem u srednjoročnom razdoblju kreću se na oko 20% BDP-a (od čega se veći dio odnosi na refinanciranje postojećeg duga) uz prisutne rizike neželjenog povećanja navedenih potreba. Tako bi niža gospodarska aktivnost od predviđenog makroekonomskog scenarija uzrokovala slabiji priljev prihoda u proračun, čime bi se povećao fiskalni deficit, a posljedično i javni dug. S druge strane, s obzirom na to da je oko 80% ukupnog javnog duga denominirano u stranoj valuti, eventualni šok deprecijacije domaće valute rezultirao bi porastom javnog duga te njegovim otežanim servisiranjem. Slično bi bilo i u scenariju povećanja prosječne implicitne kamatne stope do koje može doći uslijed pogoršanja likvidnosti i/ili povećanja averzije prema riziku na međunarodnim financijskim tržištima (čime bi se povećali troškovi kamata). S obzirom na već spomenuta negativna iskustva s aktiviranjem jamstava, slaba kontrola nad novim zaduživanjima javnih poduzeća odnosno povećanje implicitnih obveza dovodi do većeg rizika od porasta javnog duga. U tom kontekstu važno je naglasiti da se u skorije vrijeme očekuje ponovna revizija u statistici javnog duga s dodatno proširenim obuhvatom na poduzeća u državnom vlasništvu koja su povezana s lokalnim jedinicama, što će još jednom rezultirati porastom iskazanog ukupnog javnog duga.

Stoga, ako se želi izbjeći kombinacija makrofiskalnih šokova koja bi dovela do viših razina potreba za bruto financiranjem, krajnje je vrijeme da se ozbiljno počnu implementirati nalazi *dubinske analize* rashoda na koje se poziva i Europska komisija: na prihodovnoj strani potreban je zaokret prema manje distorzivnim porezima², dok se glavnina fiskalne konsolidacije treba fokusirati na smanjenje neproduktivnih transfera i subvencija. S obzirom na to da je razina javne potrošnje u Hrvatskoj čak 7 p.p. iznad usporedivih zemalja članica EU10, strukturnim mjerama racionalizacije plaća te poboljšanjem učinkovitosti socijalnih rashoda i subvencija moguće je postići prosječne uštede i do 5% BDP-a. Svako daljnje odgađanje dodatno imobilizira privatni sektor kojem treba dati veći fiskalni prostor kako bi se pokrenulo gospodarstvo prema višim stopama rasta koje bi jamčile fiskalnu i makroekonomsku održivost u dugom roku.

² U posljednjim preporukama Europske komisije iz svibnja 2015. predlaže se uvođenje *ad valorem* poreza na nekretnine. Prema nalazima dubinske analize procijenjeni fiskalni učinak mogao bi biti oko 1,5% BDP-a, dok bi prilagodbe kroz smanjenje poreza na rad (uz ukidanje određenih poreznih olakšica) mogle polučiti uštedu od dodatnih 1% BDP-a.

Deficit opće države i javni dug*



* prema metodologiji ESA 2010
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Preporuke Europske komisije (svibanj 2015.)

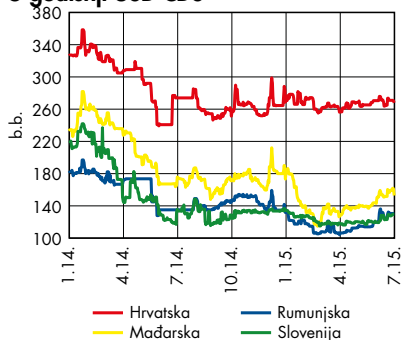
1. Osigurati održivo smanjenje prekomjernog deficita do 2016. godine
 - objaviti i provesti nalaze utvrđene revizijom rashoda
 - poboljšati kontrolu nad rashodima na središnjoj i lokalnoj razini
 - donijeti Zakon o fiskalnoj odgovornosti
 - jačati sposobnost i ulogu Državnog ureda za reviziju
 - uvesti porez na nekretnine i poboljšati disciplinu u području PDV-a
 - jačati upravljanje javnim dugom
2. Destimulirati prijevremeno mirovljenje
 - povećanjem umanjena za prijevremene mirovine
 - postroživanje definicije teških i opasnih zanimanja
 - rješavanje fiskalnih rizika u zdravstvenom sustavu
3. Rješavati slabosti okvira za određivanje plaća
 - usklađivanje plaća s produktivnošću i makroekonomskim uvjetima
 - reforma sustava socijalne sigurnosti
4. Smanjiti razinu fragmentiranosti i preklapanja između tijela državne uprave
 - uvođenje novog modela za funkcionalnu raspodjelu nadležnosti
 - racionalizacija u sustavu državnih agencija
 - povećanje transparentnosti i odgovornosti u sektoru javnih poduzeća
 - privatizacija
5. Smanjiti parafiskalne namete i ukloniti prekomjerne prepreke pružateljima usluga
 - poboljšanje učinkovitosti i kvalitete pravosudnog sustava
6. Ojačati (pred)stečajni okvir za poduzeća
 - uspostava postupka osobnog stečaja
 - povećati sposobnost financijskog sektora

Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja

Grčka u fokusu, novo kunsko izdanje

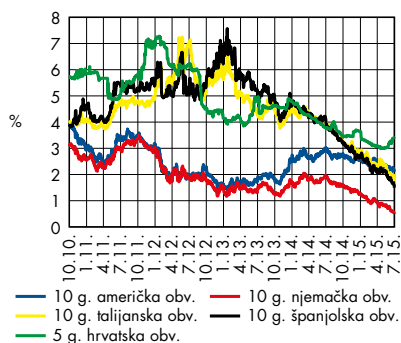
- ESB i Grčka obilježili drugo tromjesečje
- Rast prinosa i pojačana volatilnost
- Novo kunsko izdanje uvelike pokriva ovogodišnje potrebe za refinanciranjem

5-godišnji USD CDS



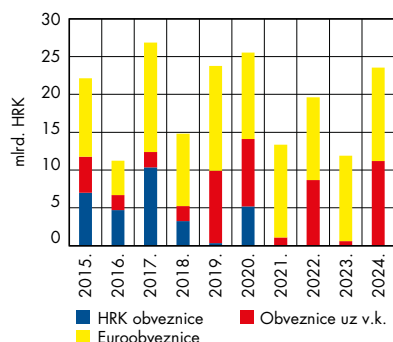
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na državne obveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



* preračunato po srednjem tečaju HNB-a na dan 10. srpnja 2015.

Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Drugo tromjesečje na inozemnim tržištima kapitala obilježio je nastavak proširenog programa kupnji obveznica od strane ESB te pregovori Grčke i vjerovnika koji su naposljetku prekinuti s popriličnom neizvjesnošću i vjerojatnošću izlaska Grčke iz eurozone. Tržište državnih obveznica obilježila je visoka volatilnost, koja se ogledala i u činjenici da je prinost na referentno njemačko desetogodišnje dospijee nakon doseganja povijesnog minimuma od 0,075% već kroz desetak dana dosegnuo najvišu ovogodišnju razinu od 0,98%. Rast prinosa kod većine obveznica srednje i istočne Europe slijedila su i hrvatska izdanja, pri čemu su ishod grčkog referenduma i grčko "ne" predloženim reformama kreditora dodatno pojačali neizvjesnost utječući na širenje *spreadova* europske periferije i tržišta regije SIE. U usporedbi s krajem prvog tromjesečja prinosti na duljem kraju obvezničkih krivulja regije u prosjeku su viši od 80 do 100 b.b. S druge strane Atlantika, unatoč nastavku solidnog oporavka i dobrim pokazateljima s tržišta rada, Fed još uvijek nije započeo s ciklusom podizanja referentnih kamatnih stopa. Izgledno je da će se početak ciklusa dogoditi tijekom rujna. I idućih mjeseci ESB će nastaviti s programom proširenih kupnji obveznica, koji će zajedno s LTRO omogućavati izdašnu likvidnost europskog tržišta stvarajući pritisak na smanjenje troškova financiranja. Ipak, izgledan je popriličan nastavak neizvjesnosti glede grčkog pitanja, što podržava ulaganja u sigurna utočišta te povećava *spreadove* europske periferije i regije SIE. Uz blagi rast prinosa domaće tržište obveznica obilježili su nešto veći promet na tromjesečnoj razini, čemu je uvelike pridonijelo lipanjsko pozicioniranje investitora pred kunsko državno izdanje dospijeca 2025. godine. Kunska krivulja produljena je na deset godina, s plasmanom 6 mlrd. kuna uz polugodišnji kupon 4,5% te prosječan prinost pri izdanju od 4,69%. Bio je to drugi ovogodišnji izlazak na tržišta kapitala plasmanom vrijednosnica, ali ovoga puta na domaće tržište, prvi put nakon gotovo dvije godine. Očekivano interes je bio golem, osobito onaj domaćih institucionalnih investitora. Ministarstvo financija je tako, vrlo vjerojatno, pokrilo ovogodišnje potrebe za (re)financiranjem koje su se kretale na razini od oko 20% BDP-a. Slične potrebe za refinanciranjem očekujemo i u sljedećem srednjoročnom razdoblju, pri čemu je već sada fokus usmjeren na 2017. godinu. Naime ostaje činjenica da bi već krajem 2016. ESB mogla početi s polaganim napuštanjem nekonvencionalnih mjera monetarne politike, što implicira povlačenje likvidnosti te rast troškova financiranja, osobito u slučaju nastavka oporavka europskih gospodarstava i jačanja inflatornih pritisaka. Potom Republici Hrvatskoj u 2017. samo po izdanim obveznicama dospijevaju dva kunska izdanja ukupne vrijednosti glavnice 9,5 mlrd. kuna te jedno dolarsko izdanje iz 2012. (originalne nominalne vrijednosti 1,5 mlrd. dolara, koje je pritom odmah hedgirano). Iako usporenijom dinamikom, javni dug RH mogao bi nastaviti s rastom, a u uvjetima slabishnog oporavka to znači i veću osjetljivost hrvatske premije rizika. Do tada bi prinosti na lokalna izdanja trebali pratiti događanja na europskom i regionalnom tržištu, pri čemu bi u osnovnom scenariju trebali imati tek laganu tendenciju rasta. S druge strane, povratak neizvjesnosti i nestabilnosti na tržišta svakako bi osjetila rizičnija izdanja poput hrvatskih, čija je premija rizika još uvijek veća od usporedivih država srednje i istočne Europe, ali i relativno visoka uspoređujući neke države istočne Europe poput Srbije.

Bez inflatornih pritisaka uz nastavak ekspanzivne monetarne politike

- Visoka likvidnost u sustavu podržana ekspanzivnom monetarnom politikom
- Kamatne stope i dalje na niskim razinama
- Uvezena kretanja i slaba domaća potražnja podržavaju izostanak inflacije

Ni tijekom drugog tromjesečja 2015. nije došlo do promjene u smjeru monetarne politike. Ekspanzivna monetarna politika podupirala je visoke razine kunske likvidnosti u sustavu, što potvrđuju i podaci prosječnog dnevnog viška likvidnosti koji se u drugom tromjesečju kretao na razinama od preko 8 mlrd. kuna. Posljedično, kamatne stope ostale su na niskim razinama. Štoviše, vagana kamatna stopa na prekonoćne kredite u izravnoj međubankovnoj trgovini početkom tromjesečja dodatno se smanjila na 0,18%. Povoljni tržišni uvjeti omogućili su nastavak razmjerno povoljnog zadržavanja obveza po izdanim trezorskim zapisima. Osim iskorištavanja dobre likvidnosti, eliminiran je i valutni rizik s obzirom na to da su obveze središnje države po tim instrumentima gotovo u cijelosti sada denominirane u kunama uz nepromijenjen jednogodišnji prinos od 1,5%. U bankovnom sustavu aktivne kamatne stope blago su snižene, dok su pasivne mahom stagnirale, pri čemu su kamatne stope na dugoročno financiranje poduzeća uz valutnu klauzulu umjereno porasle.

S obzirom na izostanak inflatornih pritisaka, stabilnost tečaja i blagi opravak gospodarske aktivnosti očekujemo ekspanzivni karakter monetarne politike i do kraja godine. Nakon povlačenja dijela likvidnosti i umjerenog rasta kamatnih stopa zbog posljednjeg izdavanja kunske obveznice očekujemo postupni, ali stabilni povratak kunske likvidnosti u sustav, koji će zasigurno biti popraćen padom kamatnih stopa na tržištu novca. Posljedično do kraja godine ne očekujemo ni promjenu u razinama prinosa na aukcijama trezorskih zapisa Ministarstva financija.

Nakon blagog pada u prvom tromjesečju, indeks potrošačkih cijena u razdoblju od travnja do lipnja bilježio je stagnaciju na godišnjoj razini. Izostanak inflatornih pritisaka osim oslabljene domaće potražnje posljedica je i dalje uvezanih deflacijskih pritisaka. Naime, niže cijene tekućih goriva posljedica su kretanja na svjetskim robnim tržištima, gdje su unatoč rastu cijene sirove nafte na tromjesečnoj osnovi one na oko 40% nižoj razini u usporedbi s istim razdobljem lani. Nadalje, administrativnom odlukom niže cijene plina za kućanstva uvedene 1. travnja ove godine također su doprinijele navedenim kretanjima. Isključimo li iz indeksa potrošačkih cijena volatilne komponente kao što su cijene energije i prehrane, temeljna godišnja stopa inflacije i u drugom tromjesečju nastavlja rasti, ali uz nešto blažu godišnju stopu u usporedbi s prvim tromjesečjem (od 0,7 do 0,8%).

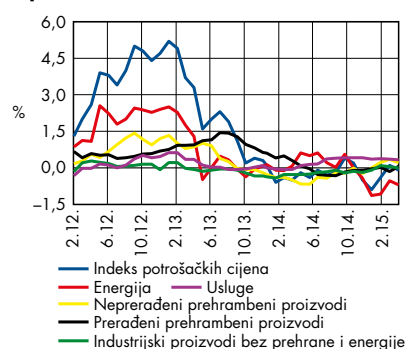
Glavne prepreke višim stopama rasta potrošačkih cijena i dalje ostaju uvezena inflacija te oslabljena domaća potražnja. Naime, zbog toga što smo uvozna ovisna zemlja dominacija inozemnih šokova odrednica je domaće inflacije, dok slabo tržište rada i razduživanja kućanstava sprječavaju jači zamašnjak osobne potrošnje i poticaj inflaciji s te strane. Stoga na razini cijele godine očekujemo stagnaciju prosječnih potrošačkih cijena.

Dnevni višak likvidnosti u 2015., ZIBOR 3mj



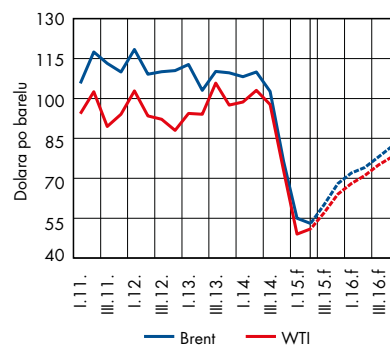
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Doprinosi komponenta potrošačkih cijena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Kretanje cijena nafte (USD/barel)

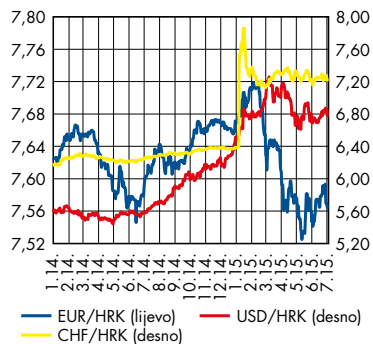


Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

(Privremeni) odmak od sezonskih kretanja

- Pojačana volatilnost, bez deviznih intervencija središnje banke
- Sa završetkom sezone povratak laganom rastu EUR/HRK

Srednji tečaj HNB-a



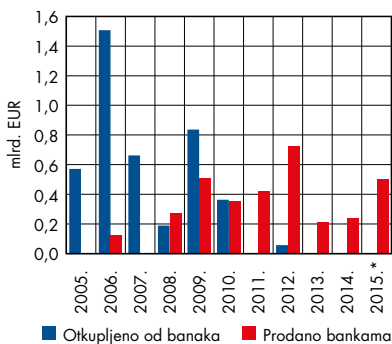
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj HNB-a

Valuta	Srednji tečaj 30.6.15.	Promjena u odnosu na: 30.6.2014.		
		Tečaj	Kretanje	%
EUR	7,5807	7,5714	↑	0,12
USD	6,8294	5,5623	↑	22,78
CHF	7,2961	6,2249	↑	17,21
GBP	10,7238	9,4689	↑	13,25

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Devizne intervencije HNB-a



*do 13.7.2015.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prognoza tečaja

	2015.f	2016.f
EUR/HRK, pr	7,65	7,66
EUR/HRK, kr	7,70	7,70
USD/HRK, pr	6,89	7,03
USD/HRK, kr	7,33	6,70
CHF/HRK, pr	7,29	6,99
CHF/HRK, kr	7,33	6,96

Izvor: Raiffeisen istraživanja

Nakon deprecijacijskih pritisaka na kunu u odnosu na euro u prvom tromjesečju 2015. s približavanjem kraja tromjesečja odnosno predsezona i blagdana došlo je do stabilizacije tečaja kune u odnosu na euro na razini od 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. Štoviše veći dio travnja i svibnja prevladavali su silazni pritisci na tečaj uglavnom uzrokovani pojačanim zaduživanjem korporativnog sektora na inozemnim tržištima i pojačanim priljevima deviza na toj osnovi. Potonji su, uz uobičajeno jaču potražnju za kunama s približavanjem turističke sezone nadjačali potražnju za devizama koja se uobičajeno bilježi u svibnju pred razdoblje isplate dividendi pojedinih poduzeća i financijskih institucija u vlasništvu nerezidenata. Ipak, suprotno uobičajenim sezonskim kretanjima lipanj je donio povratak k trendu laganog klizajućeg tečaja EUR/HRK prema razinama od 7,60 kuna za euro. Takva kretanja podržavala je i činjenica spranjskog dospijea obveznice uz valutnu klauzulu u vrijednosti 350 milijuna eura. Opisana kretanja rezultirala su srednjim tečajem od 7,625 kuna za euro u prvoj polovici godine što predstavlja tek minimalni pomak u odnosu na isto razdoblje lani (rast od 0,3%). Iako se volatilnost tečaja vratila na razine iz 2010. godine ona je još uvijek na niskim razinama. Stoga ne iznenađuje podatak da tijekom drugog tromjesečja nije bilo potrebe za intervencijom središnje banke na deviznim tržištima. Treće tromjesečje već uobičajeno trebalo bi donijeti sezonsko jačanje domaće valute. Stoga očekujemo pad tečaja EUR/HRK prema i oko razina 7,55 kuna za euro. Osim turističke potražnje za kunama dio kunske likvidnosti se povukao s izdanjem kunske državne obveznice pružajući podršku HRK. S približavanjem kraja ljeta kuna bi u odnosu na euro trebala polagano slabjeti. Zamjetnije i nagle promjene tečaja teško je očekivati. Uz izostanak priljeva inozemnog kapitala, bilo na osnovi zaduživanja bilo na osnovi investicija, teško je očekivati odstupanje od polaganog klizanja tečaja prema višim razinama. Izostanak snažnijeg oporavka gospodarstva (prvenstveno investicija), fiskalni rizici, pojačane rezervacije banaka te uobičajena potražnja za devizama od strane korporativnog sektora čimbenici su koji će i do kraja godine podržavati slabljenje kune u odnosu na euro. Osim toga još uvijek je neizvjestan način rješavanja pitanja kredita u švicarskim francima što potencijalno može utjecati na tržišna kretanja EUR/HRK kao što smo vidjeli u prvom ovogodišnjem tromjesečju. S druge strane kuna podršku pronalazi u nastavku rasta izvoza roba i usluga, ali i sve zamjetnijem okretanju korporativnog sektora prema inozemnim financijskim tržištima. U međuvremenu međunarodne devizne pričuve središnje banke premašile su 14,7 mlrd eura te su time dostatne za pokriće devet mjeseci uvoza roba i usluga i nesmetano održavanje stabilnosti kune. Središnja banka će neupitno ostati dosljedna u politici održavanja stabilnosti nominalnog tečaja kune prema euru smatrajući ga ključnim preduvjetom za očuvanje financijske stabilnosti, u uvjetima visoke euroiziranosti gospodarstva. Naime, udio kredita u/ili vezanih uz stranu valutu iznosi 73%, dok je udio deviznih depozita u najšire definiranom agregatu (M4) iznad 55%. Negativni rizici deprecijacije prisutni su i u 75 postotnom udjelu javnog duga denominiranom u stranoj valuti, dominantno euru.

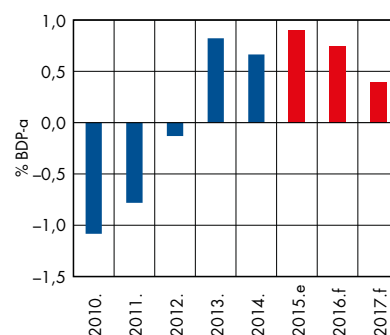
Rast bruto inozemnog duga

- Niži manjak na tekućem računu platne bilance u prvom tromjesečju
- Rekordni udio duga opće države u ukupnom vanjskom dugu
- Snažan utjecaj međuv valutnih kretanja na visinu vanjskog duga

Na tekućem računu platne bilance u prvom tromjesečju zabilježen je uobičajeni manjak u iznosu od 1,3 mlrd. eura (13,9% niži u odnosu na isto razdoblje lani). Promatrano kumulativno, u posljednja četiri tromjesečja saldo tekućeg računa zabilježio je višak u iznosu od 1,1% BDP-a. Pozitivan doprinos smanjenju manjka na tekućem računu došao je od poboljšanja na računima primarnog i sekundarnog dohotka te s podračuna usluga, na kojem je zabilježen 45,6% veći iznos suficita nego u istom razdoblju lani. To je ponajprije posljedica solidnih rezultata u turizmu tijekom prvih mjeseci predsezona, uslijed čega su prihodi od putovanja dosegli 340 mil. eura (rastući po stopi od 13,8% godišnje). Istovremeno, uobičajeni manjak na podračunu roba u prvom tromjesečju produbljen je za 7,8% na godišnjoj razini. Premda je priljev deviza od izvoza roba zabilježio godišnji rast od 6,2%, odljev zbog financiranja uvoza roba porastao je po relativno višoj stopi od 6,9% godišnje, što je uzrokovalo pogoršanje u bilanci robne razmjene s inozemstvom. S obzirom na nastavak odličnih fizičkih pokazatelja iz turističkog sektora, očekujemo da će višak u trećem tromjesečju nadmašiti uobičajene manjkove u ostalim razdobljima. Stoga bi treću godinu zaredom Hrvatska mogla ostvariti suficitarni saldo na tekućem računu platne bilance na razini od oko 0,9% BDP-a.

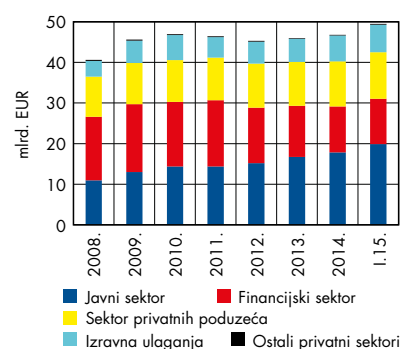
U uvjetima odviše skromnoga gospodarskog rasta, na kraju prvog tromjesečja bruto inozemni dug dosegnuo je razinu od 49,3 mlrd. kuna ili 114,5% BDP-a. Nakon pada u 2012. godini te relativno blagog rasta u 2013. i 2014., u prvom ovogodišnjem tromjesečju bruto inozemni dug zabilježio je tendenciju snažnijeg rasta. U odnosu na kraj 2014. porastao je za 2,7 mlrd. eura (5,7%), ponajprije zbog povećanja u sektoru opće države (1,3 mlrd. eura). Naime, početkom ožujka država je emitirala euroobveznice u iznosu od 1,5 mlrd. eura te se krajem prvog tromjesečja pozicionirala s visokim udjelom od 34% u ukupnom inozemnom dugu (najviši od studenoga 2004.). U najširem obuhvatu, ukupna bruto inozemna zaduženost javnog sektora dosegla je 19,9 mlrd. eura te čini preko 40% ukupnog bruto inozemnog duga RH. S druge strane, premda je dug privatnog sektora dosegnuo 29,4 mlrd. eura (2,1% više u odnosu na kraj prošle godine), primjetna je tendencija razduživanja financijskog sektora. Dug privatnih nefinancijskih društava iznosio je 11,6 mlrd. eura (3,7% više u odnosu na prosinac 2014.), što je dijelom i posljedica povoljnijih tržišnih uvjeta zaduživanja na međunarodnim financijskim tržištima uslijed povećane likvidnosti. Dodajmo da se od ukupnog povećanja bruto inozemnog duga na kraju prvog tromjesečja u odnosu na kraj prošle godine čak 1,4 mlrd. eura odnosi na nepovoljan utjecaj međuv valutnih promjena. Naime, aprecijacija američke valute u odnosu na euro ima osobit utjecaj na nominalni iskaz duga, posebice kod sektora opće države. No važno je naglasiti da je kod pet (od ukupno šest) izdanja državnih obveznica na američkom tržištu ugrađena zaštita od tečajnog rizika, a ona se u statistici prikazuje odvojeno te je nominalan iskaz duga veći od stvarnog stanja. Budući da je podržan očekivanim tečajnim kretanjima (aprecijacijom dolara), do kraja godine ne očekujemo bitnije promjene bruto inozemnog duga u nominalnim iznosima. U uvjetima projiciranoga skromnoga gospodarskog rasta, udio vanjskog duga u BDP-u do kraja godine trebao bi se zadržati iznad 110% BDP-a.

Saldo tekućih transakcija, % BDP-a



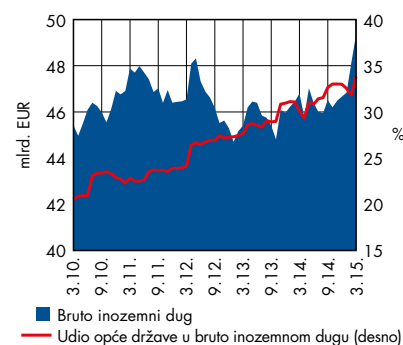
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug prema domaćim sektorima



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug i udio državnog sektora

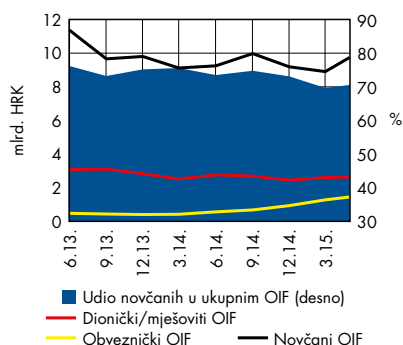


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Stabilnost financijskog sustava, ali bez rasta plasmana

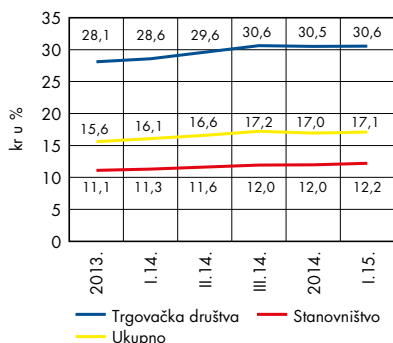
- Razduživanje privatnog sektora se nastavlja
- Zaustavljen rast neprihodujućih kredita
- Značajan pad imovine *leasinga* u 1. tromjesečju

Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina



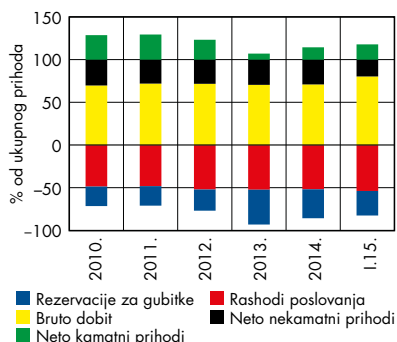
Izvori: HANFA, Raiffeisen istraživanja

Udio neprihodujućih kredita u ukupnima



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Struktura rezultata poslovanja banaka, u % od ukupnog prihoda



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Nakon siječanjskog šoka izazvanog naglim jačanjem švicarskog franka i intervencije Vlade u ugovorne odnose između kreditora i dužnika određivanjem administrativnog tečaja za obračun obveza dužnika koje dospijevaju u 2015. godini, kreditori su ostvarili jednokratni gubitak zbog usklade valutne strukture bilance u iznosu od 400 mil. kuna. U svibnju Vrhovni je sud potvrdio prošlogodišnju pravomoćnu presudu u kolektivnoj tužbi dužnika protiv banaka koje su kreditirale potrošače uz indeksaciju kredita s tečajem franka. Potvrđena je legalnost ugovaranja valutne klauzule, a osporena je legalnost jednostrane promjene kamatnih stopa. Iako nije utvrđena šteta za dužnike na temelju promjena kamatnih stopa, nastavljaju se organizirani pritisci dužnika na kreditore, izvršnu vlast i pravosuđe s ciljem umanjivanja obveza dužnika. Uz prosječnu adekvatnost kapitala banaka iznad 21% stabilnost financijskog sustava nije ugrožena.

U uvjetima javnog osporavanja uloge banaka u financiranju gospodarstva, povećanje ponude kapitala iz inozemstva izazvano ekspanzivnim mjerama Europske središnje banke realizira se bez posredovanja lokalnih banaka. Za razliku od razdoblja prije deset godina, kada se inozemni kapital plasirao domaćim klijentima uz značajno posredovanje lokalnih financijskih institucija, sada se plasman inozemnoga kapitala odvija neposredno. Iako se ukupni dug inozemstvu povećava, financijski sektor se razdužuje prema inozemstvu. S druge strane, povećava se inozemni dug države i poduzeća, posebice u dijelu financiranja unutar vlasnički povezanih grupa.

Tendencija smanjivanja bankarskih kredita poduzećima i stanovništvu neprekinuta je još od sredine 2012. godine. U proteklom razdoblju od tri godine krediti poduzećima smanjili su se za 13%, a krediti stanovništvu za 3%. Bez utjecaja valutnih promjena iz siječnja ostvareni pad kredita stanovništvu iznosio bi preko 5%. U istom razdoblju imovina *leasinga* smanjila se za 28%, pri čemu je u 1. tromjesečju ove godine pala za 8%. U drugom polugodištu ne očekujemo promjenu negativnih tendencija u kreditiranju. Stanovništvo će se nastaviti razduživati usporenim tempom, a kod poduzeća je moguće i ubrzanje procesa ako najveća poduzeća ostvare planove refinanciranja obveza po kreditima izravnim zaduživanjem u inozemstvu.

Istodobno, primarni izvori financiranja banaka povećavaju se zbog kapitalizacije obračunatih kamata na depozite. Prosječne kamatne stope na oročene depozite snizile su se u trogodišnjem razdoblju s 3,6% na 2,4%, što omogućava neprekinut rast depozita po stopi od preko 2% godišnje. Alternativne vrste investiranja nisu dovoljno atraktivne da privuku kapital iz banaka jer su se tržišne kamatne stope i prinosi na dužnička i vlasnička ulaganja na domaćem tržištu snizili. Pod utjecajem rasta depozita mijenja se struktura financiranja banaka, a jačanje primarnih izvora od rezidenata povećava stabilnost financijskog sustava. Napokon je prekinut višegodišnji trend rasta neprihodujućih kredita. Zadnja korekcija provedena je u 3. tromjesečju prošle godine prema rezultatima izvršenog pregleda imovine, kada je učešće neprihodujućih kredita u ukupnima doseglo 17%.

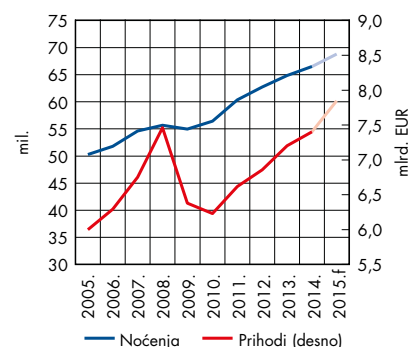
Turizam: još jedna godina pozitivnih očekivanja

- Sunce i more – i dalje dominantni u turističkoj ponudi
- Snažna dominacija obiteljskog smještaja u ukupnoj ponudi
- Potencijala još ima

Prve znakove oživljavanja već iscrpljenoga gospodarstva počeli smo naslućivati u drugoj polovici prošle godine. Pritom je negativna kretanja kao i prethodnih godina ublažavao sektor usluga, prije svega turizam, čije solidne pokazatelje nakon snažnog pada u 2009. bilježimo neprekidno od 2011. S 15 – 18%-tnim udjelom u bruto domaćem proizvodu (17,2% u 2014.) turizam predstavlja bitan segment našega gospodarstva s obzirom na to da je jedan od naših najvažnijih izvoznih proizvoda. Složenost i važnost turizma daju se naslutiti već iz samog pokušaja njegova definiranja. Turizam je naime iznimno složen gospodarski sustav sastavljen od niza fragmenata strukturno različitih gospodarskih grana i djelatnosti u svim sektorima nacionalnoga gospodarstva. Najveća tržišna vrijednost i snaga turizma proizlazi upravo iz sinergijskog učinka koji nastaje u međudjelovanju skupa gospodarskih djelatnosti koje ga čine. Upravo u toj činjenici leži i tajna utjecaja na gospodarski rast i razvoj, ali i prilika za bolje korištenje raspoloživih resursa i komparativnih prednosti koji su nam pred vratima. Međutim treba istaknuti da je turizam osjetljiva grana, podložna različitim nepovoljnim utjecajima, od ekonomskih i/ili geopolitičkih kriza do epidemija. Stoga nije preporučljivo razvoj pojedinog društva temeljiti isključivo na jednoj djelatnosti, u ovom slučaju turizmu. Ipak uzmemo li tezu da bismo kroz poticanje domaće potrošnje mogli potaknuti oporavak gospodarstva, nije li se onda logično zapitati koliki je potencijal potrošnje preko 13 milijuna turista, koliko ih godišnje posjeti Hrvatsku. Nije li to izvanredno tržište na koje je moguće s manje troškova plasirati domaći proizvod odnosno ostvariti tzv. nevidljivi izvoz, naravno uz pretpostavku da on po cijeni i kvaliteti odgovara zahtjevima gosta.

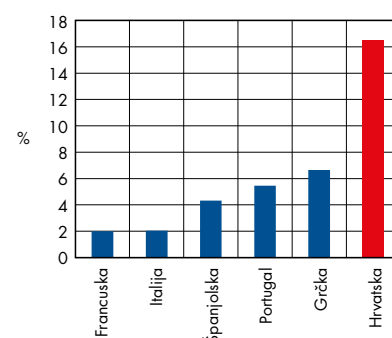
Hrvatska je i dalje dominantno oslonjena na tzv. kupališni turizam, koji se zasniva na "suncu i moru" pa je posljedično i najveći broj noćenja ostvaren u tri ma priobalnim županijama (Istarska, Primorsko-goranska i Splitsko-dalmatinska – više od 66%), dok se čak 94% noćenja u 2014. ostvarilo u primorskim mjestima. Najvažnija emitivna tržišta Hrvatske već tradicionalno ostaju Njemačka (u 2014. 24,1%), Slovenija (10,2%), Austrija (8,8%), Češka (7,5%), Italija (7,3%), Poljska (6,7%) te Francuska (2,7%). Ipak, u posljednje vrijeme zamjetan je rast dolazaka iz Ujedinjene Kraljevine, Južne Koreje, Japana, Švedske i SAD-a, što upućuje na to da postajemo sve zanimljivije odredište i za neka nova tržišta. Prosječna duljina noćenja nakon dolaska na odredište je u 2014. iznosila 5,1 noćenje, što nas smješta na vrh mediteranskih zemalja, ali ona je niža u odnosu na 2013., kada je iznosila 5,3, te potvrđuje da ni Hrvatsku ne zaobilaze uobičajeni globalni trendovi u turizmu. Istraživanje tržišta TOMAS-a za 2014. pokazalo je da polako dolazi do promjene profila turista. Tako u Hrvatsku dolaze sve obrazovaniji gosti, više platne sposobnosti, pada broj obiteljskih dolazaka, skraćuje se boravak te jačaju sekundarni motivi dolaska poput festivalskog turizma. Relativno malo turista dolazi u Hrvatsku zbog njezinih ostalih atraktivnosti i sadržaja, poput kulture ili ronjenja, što otvara mogućnost daljnjeg razvoja i promocije hrvatskog turizma. Kulturne znamenitosti tek su djelomično iskorištene, unutrašnjost Hrvatske je nedovoljno ili loše iskorištena, iako postoje značajni potencijali za razvoj ruralnog ekoturizma, zdravstvenog, avanturističkog ili kongresnog turizma. U prosjeku po noćenju hrvatski gost potroši malo više od 47 eura,

Turistička noćenja i prihodi od turizma



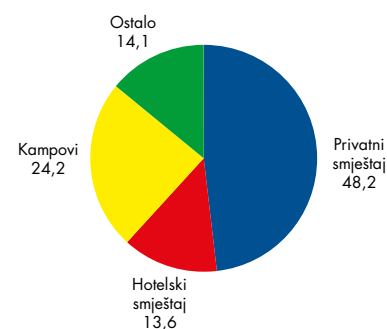
Izvori: DZS, HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio prihoda od turizma u BDP-u, 2013.



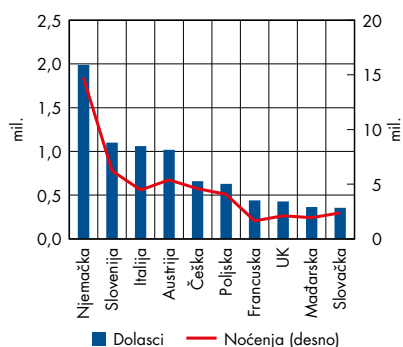
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Smještajni kapaciteti po vrstama objekata (stanje 31. kolovoza 2014.)



Izvori: Ministarstvo turizma, Raiffeisen istraživanja

Glavna emitivna tržišta u 2014.



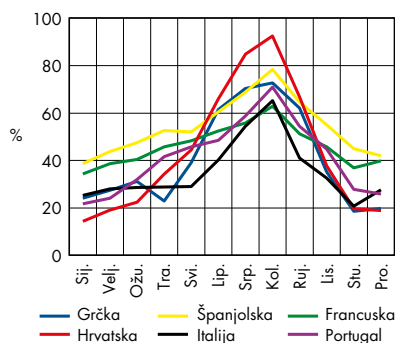
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Struktura hotela po kategorijama (%)

	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
5*	4,0	4,2	4,7	4,8	4,8	5,2
4*	25,6	26,7	27,8	30,1	31,4	34,7
3*	52,5	52,3	51,9	50,7	50,5	48,3
2*	17,8	16,8	15,5	14,4	13,2	11,8

Izvori: Ministarstvo turizma, Raiffeisen istraživanja

Popunjenost kreveta u hotelima, 2014. (usporedba po zemljama)



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

od čega se 25% potroši na smještaj, 25% na prijevoz, 15% na hranu i piće. U usporedbi s drugim zemljama potrošnja se nalazi u prosjeku mediteranskih zemalja (43 eura), pri čemu od usporedivih zemalja jedino Italija (65,6 eura) i Francuska (61,3 eura) imaju veću potrošnju po noćenju. Također, udio izdataka za smještaj smješta Hrvatsku u prosjek Mediterana (25% potrošnje po noćenju).

Osobitost hrvatskog turizma osim destinacije prepoznate po "moru i suncu" jest više individualnih turističkih noćenja u usporedbi s noćenjima gostiju koji su u Hrvatsku došli organizirano (turoperatori, agencije), što je osim zemljopisnog položaja uvjetovano i strukturom smještajnih kapaciteta. Naime, u strukturi smještajnih kapaciteta prevladava obiteljski smještaj (kućanstva) i kampovi s pojedinačnim udjelima od 48 odnosno 24%, dok je hotelski smještaj još uvijek relativno skroman s tek 13,6% udjela. Iako je u svakoj kategoriji smještaja prisutan nominalni porast broja kreveta, snažna dominacija obiteljskog smještaja i rast broja kreveta u toj kategoriji nadmašuju rast u ostalim kategorijama. Stoga neprekidno pada udio hotelskog smještaja i kampova u ukupnoj ponudi kreveta. Takva struktura komplicira upravljanje destinacijama zbog velikog broja malih sudionika. Osim toga za toliku količinu smještaja ne postoji strategija upravljanja, jasna regulacija ni tržišno prepoznatljive oznake kvalitete kojima bi se poticala i nagrađivala kvaliteta. Promatramo li prema kvalitativnoj strukturi od ukupnog broja hotelskih smještajnih kapaciteta dominiraju hoteli s 3 zvjezdice (48,3%), dok hoteli s 4 i 5 zvjezdica zajedno čine 40% hotelske ponude. Ohrabruje opći trend kretanja strukture hotela prema proizvodima više kvalitete. Primjerice udio hotela s 4 zvjezdice s 25,6% u 2009. porastao je na 34,7% u 2014., dok se udio hotela s 5 zvjezdica s 4,1% u 2009. povećao na 5,2% u 2014. Istodobno u promatranom razdoblju zamjetno se smanjio udio hotela s dvije zvjezdice, s gotovo 18 na 11,8%. Konkurencija među hotelima donekle je ograničena. Naime, većina turističkih kompanija nalazi se u jednom mjestu, formirajući tako kvazimonopolističku strukturu jer jedna ili dvije hotelske tvrtke kontroliraju većinu hotelske ponude na određenom području, što često bude i u istom odredištu. Takva struktura tržišta ograničava konkurentsko natjecanje među hotelima unutar jednog odredišta.

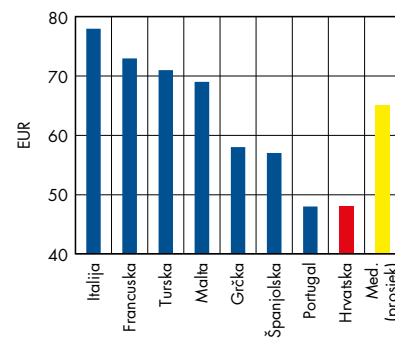
Nakon dva desetljeća gotovo nulte aktivnosti u području hotelskih transakcija te usprkos svim problemima u Hrvatskoj proces konsolidacije hotelske industrije intenzivirao se tijekom posljednjih nekoliko godina u nekoliko velikih spajanja i akvizicija. Trenutačno tri velike tvrtke, Lukšić grupa, Valamar Riviera i Maistra, tvore polovicu ukupne komercijalne turističke ponude. Iako se broj međunarodnih hotelskih brendova iz godine u godinu povećava, oni su još uvijek malo prisutni na tržištu. Prema posljednjim podacima iz 2013. u Hrvatskoj je bilo prisutno 18 međunarodnih hotelskih brendova, koji su upravljali s 54 objekta te 10 tisuća hotelskih soba (18% ukupnih hotelskih smještajnih kapaciteta). Ako pogledamo ulaganja u turistički sektor, investicijski ciklus u hotelijerstvu se intenzivira te traje od 2001. godine do ekonomske krize. Zatim se u razdoblju od 2009. do 2011. ulaganja smanjuju, a od 2011. opet intenziviraju. U razdoblju od 2000. do 2014. u hotelijersko-ugostiteljski sektor investirano je preko 5 milijardi eura. No, usprkos svim ulaganjima Hrvatska se i dalje ne otvara znatnijem investicijskom valu u turistički sektor. Ohrabruje procjena Horwatha HTL kako se do 2020. očekuje 2,2 mlrd. eura novih investicija u hotele i integrirane *mixed-use resorts*, što bi rezultiralo s dodatnih 20.000 smještajnih jedinica.

Zbog "sunca i mora" kao dominantnog turističkog proizvoda, od svih mediteranskih zemalja Hrvatska ima najveći problem sa sezonskom koncentracijom potražnje. U tri ljetna mjeseca prosječna godišnja popunjenost hotela iznosi 43%. Međutim prava vršna popunjenost od gotovo 90% odvija se samo u središnjim ljetnim mjesecima, srpnju i kolovozu. Upravo u srpnju i kolovozu ostvari se preko 60% svih hotelskih turističkih noćenja (što je znatno iznad svih mediteranskih zemalja). Navedene činjenice utječu na poslovanje i profitabilnost hotelijera. Kao posljedica toga, hoteli su uglavnom orijentirani na strategiju niskih cijena kao dominantni alat za upravljanje profitabilnošću. Dnevni prihod po raspoloživoj sobi hotela (RevPAR) u kategoriji s 4*/5* je tako u 2014. iznosio oko 45 eura, što je uz Portugal najniže na Mediteranu, dok je za usporedbu prosjek Mediterana iznad 65 eura. Nužan preduvjet za povećanje iskorištenosti smještajnih kapaciteta (produljenje sezone, predsezone i postsezone) i povećanje potrošnje turista (u smještajnim objektima i izvan njih) jest podizanje kvalitete svih smještajnih kapaciteta. Cilj bi trebao biti promijeniti kvalitativnu strukturu hotelskih smještajnih kapaciteta uz istodobno adekvatnu kvalitativnu promjenu u svim ostalim vrstama osnovnih i komplementarnih smještajnih kapaciteta. Općenito, u Hrvatskoj postoji problem nedostatka infrastrukture kao što su kongresni centri, zdravstveni/wellness centri, golfska igrališta, tematski parkovi i slično, koji bi stvorili dodatnu ponudu i smanjili sezonalnost potražnje koncentriranu visoko u "špicu" ljetne sezone. Povećanje kvalitete smještajnih kapaciteta, proširenje ponude unutar smještajnih objekata, ali i adekvatna promocija hrvatskih resursa jedini su način za postizanje veće iskorištenosti kapaciteta i veće potrošnje gostiju, a time i atraktivnosti za investitore.

Treba poraditi i na infrastrukturnoj povezanosti s obzirom na to da je na znatnom dijelu akvatorija i otoka situacija s trajektnim i brodskim prijevozom nezadovoljavajuća. Posljedica je to neopremljenosti otočnih luka te nedovoljne učestalosti i brzine veza, osobito između otoka. Stanje prometne infrastrukture u proteklih deset godina bitno je poboljšano, što je važno jer smo kao destinacija dostupna automobilom privlačni turistima iz naših najvažnijih emitivnih tržišta (Njemačke, Slovenije, Italije, Austrije), ali na nekim područjima ostaje problem loših lokalnih cesta. U zračnom prijevozu situacija se poboljšala dolaskom *low-cost* aviokompanija, ali i dalje postoji problem nedovoljnoga komercijalnog interesa zračnih prijevoznika za uspostavljanje stalnih ili povremenih linija s nekim gradovima. Željeznički promet zbog lošeg stanja mreže i male brzine vožnje nema gotovo nikakvu važnost za turizam.

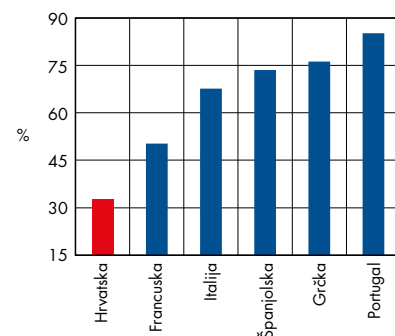
Unatoč brojnim naslijeđenim, ali nikad uklonjenim nedostacima Hrvatska je još uvijek primamljiva i prepoznata destinacija. U prilog nam idu prirodne ljepote, zemljopisni položaj, kulturno-povijesna baština te naposljetku iznimna lojalnost gostiju. Od nadolazeće turističke sezone očekujemo kao i svake godine više, i u smislu dolazaka i u smislu prihoda od turizma. Osobito ohrabruju visoki rezultati predsezone jer mogu implicirati polagano smanjenje izuzetne sezonalnosti hrvatskog turizma. Srednjoročno, hrvatskom turističkom sektoru potrebne su strukturne promjene u smjeru ciljanog povećavanja turističke ponude, produljenja sezone, bolje iskorištenosti kapaciteta, završetka procesa privatizacije preostalog turističkog portfelja države, ali i stvaranja stimulativnog poslovnog okruženja. Naposljetku, Hrvatskoj je potrebno stvaranje standarda kvalitete usluge koji bi opravdao više cijene i neprekidno povećavao prihod od turizma.

Dnevni prihod po raspoloživoj sobi hotela u kategoriji 4*/5* (RevPAR), 2013.



Izvori: Horwath HTL, Raiffeisen istraživanja

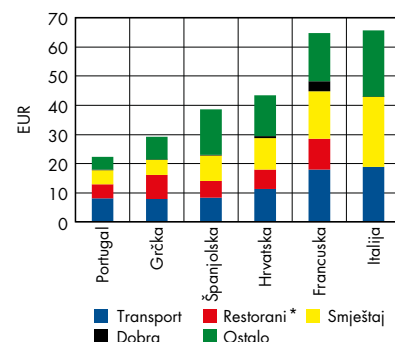
Udio ostvarenih noćenja u hotelima, 2013.*



* u ukupnim noćenjima

Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Struktura prosječne potrošnje po noćenju, 2013.



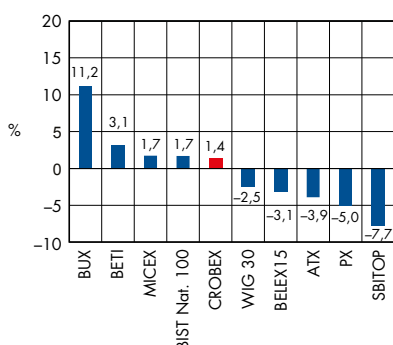
* podatak za Italiju nedostupan

Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Promet dionicama na Zagrebačkoj burzi i dalje u opadanju

- Mađarski BUX nastavio uspon
- CROBEX i CROBEX10 od početka godine u stagnaciji
- Promet dionicama u drugom tromjesečju na Zagrebačkoj burzi i dalje u padu; dionice Adris grupe u fokusu

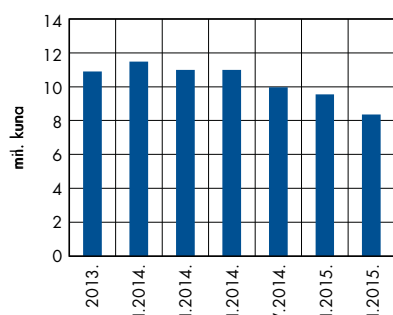
Regionalni indeksi – prinosi u 2. tr. 2015.



Napomena: U lokalnoj valuti na datum 30.6.2015.
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Regionalni povrti. Slabiji rezultati dioničkih indeksa obilježili su drugo tromjesečje u široj regiji. Unatoč gospodarskom rastu većine zemalja srednje i istočne Europe, kao i solidnom rastu eurozone, dionički indeksi ipak su osjetili učinke situacije u Grčkoj. Kako pregovori s Grčkom traju već dulje, tržište je već uračunalo dio rizika, ali je nesigurnost oko ostanka Grčke u eurozoni pojačala averziju investitora prema riziku. Ipak, mađarski BUX nastavio je uzlet uz dvoznamenkasti rast tijekom tromjesečja i preko 30% u prvom polugodištu. Dobri gospodarski rezultati potpomogli su i rast rumunjskog indeksa BET. Slabiji rezultati osiguravajućih kompanija spustili su češki indeks PX, a reforma mirovinskog sustava te nesigurnost zbog skorašnjih parlamentarnih izbora ostavili su traga na poljski WIG30. Slovenski SBITOP imao je najveći pad među regionalnim indeksima u zadnja tri mjeseca, čime je vrijednost indeksa u prvih šest mjeseci pala za preko 6%. Europska središnja banka nastavila je provoditi mjere monetarnog popuštanja tijekom tromjesečja, što se pozitivno odrazilo na dioničke indekse.

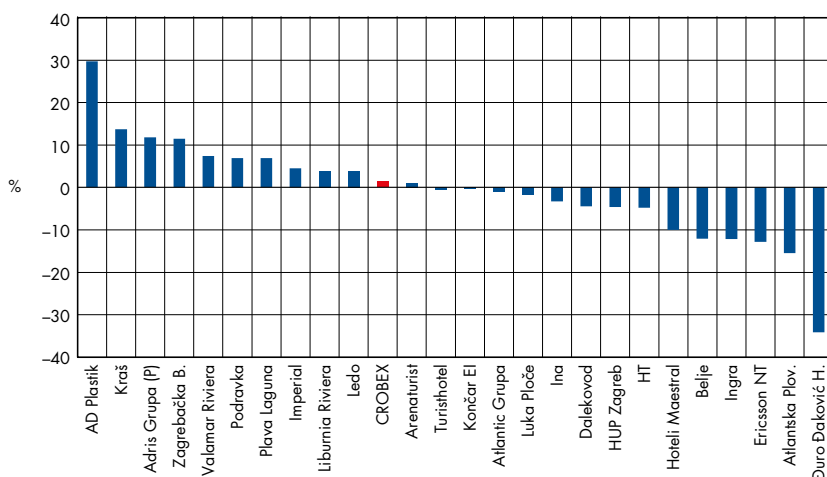
Prosječni redovni promet dionicama



Izvor: Zagrebačka burza

Trgovanje dionicama na Zagrebačkoj burzi. Indeksi CROBEX i CROBEX10 u drugom tromjesečju poništili su pad iz prethodnog razdoblja. Tako je u prvih šest mjeseci CROBEX ostvario blagi pad, a CROBEX10 blagi rast vrijednosti. Uključujući isplate dividendi, ukupni povrat CROBEX-a u tromjesečju iznosio je 3,1%. Ukupna tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi na kraju lipnja iznosila je preko 132 mlrd. kuna i porasla je za 2% tijekom promatranog tromjesečja, odnosno za 4,8% u prvom polugodištu, djelomično i zbog uvrštenja novih dionica Tankerske Next Generation, Granolija i Dalekovoda, koji su podigli kapitalizaciju za 1,1 mlrd. kuna. Svi sektorski indeksi (osim turističkog) nastavili su padati, pri čemu je najveći minus ponovno ostvario indeks CROBEXtransport, čiji je pad u drugom tromjesečju iznosio 11,9%. CROBEXturist je u drugom tromjesečju porastao za 5,5% te rast tog indeksa od početka godine iznosi 10,6%. Redovni promet dionicama nastavio se smanjivati te je ostvaren pad od 16,5% u odnosu na prvo tromjesečje, odnosno 26,4% u odnosu na isto razdoblje lani. Pad prometa tijekom tromjesečja još je veći ako se u obzir uzme ukupni promet dionicama, koji je bio gotovo prepolovljen u odnosu na prva tri mjeseca. Najveći promet ostvaren je dionicama Adris grupe, koja je prodala duhanski i maloprodajni biznis za 505 mil. eura (234 kune po dionici).

Povrti sastavnica CROBEX-a u 2. tr. 2015. (dividende nisu uključene)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

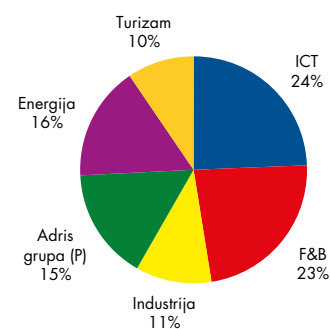
Povratak fundamentima

- Nakon grčke krize, fundamenti opet u igri
- Očekujemo skroman rast indeksa CROBEX10
- U fokusu bi se mogle naći dionice Podravke, Adrisa i turističkih kompanija

Vrednovanje tržišta i očekivanja. Za većinu indeksa u regiji očekujemo porast vrijednosti u tekućem tromjesečju u rasponu od 3 do 5%. Nakon snažnog rasta u prvoj polovici godine, mađarski BUX mogao bi nastaviti rasti, ali nešto slabijim intenzitetom. Uz poticaj rasta ekonomije, češki PX također ima dobre izgleda za rast u trećem tromjesečju. Nesigurnost zbog jesenskih parlamentarnih izbora mogla bi i u sljedećem razdoblju kočiti poljski WIG30, a očekivani porast cijene nafte do kraja tekuće godine mogao bi se pozitivno reflektirati na vrijednost ruskog MICEX-a, u čijoj vrijednosti energetske kompanije sudjeluju s 51%. Povećana likvidnost zbog mjera ESB-a kao i dobri fundamenti austrijskih kompanija mogli bi pridonijeti i rastu ATX-a. Iako razvoj situacije oko grčke krize i dalje ostaje neizvjestan, eventualni negativni obrati mogli bi tek kratkoročno umanjiti vrijednost dioničkih indeksa u regiji. Kod turskog indeksa BIST Nat. 100 porast političkog rizika i slabljenje domaće valute mogli bi umanjiti potencijal rasta. Za većinu dioničkih indeksa u regiji očekujemo smanjenje P/E omjera za 2015.e u odnosu na godinu prije na krilima boljih fundamenata kompanija te daljnje poboljšanje tog omjera u 2016.f.

U tekućem tromjesečju očekuje se nastavak malih promjena vrijednosti indeksa CROBEX10. Iako s jedne strane postoji dosta pozitivnih indikatora za sastavnice indeksa, očekujemo da će kronična nelikvidnost na Zagrebačkoj burzi, dodatno izražena u ljetnom razdoblju, ostaviti indekse u malom rasponu kretanja. Očekivana stabilizacija ruske rublje mogla bi značiti i stabilizaciju rezultata kompanijama koje posluju na tom tržištu. Također, turističke kompanije mogle bi ostvariti rast dobiti kako bi kapitalizirale ostvarena ulaganja u smještajne kapacitete, ali i zbog dobre popunjenosti u ljetnoj sezoni, za koju očekujemo dobre rezultate. Međutim, skroman gospodarski rast koji se očekuje na godišnjoj razini nije dovoljan za povratak stranih ulagača na velika vrata. Očekivani P/E indeksa CROBEX10 za 2015. od 12,3x ispod je poljskog i mađarskog, ali iznad turskog, rumunjskog i češkog. U fokusu investitora mogle bi biti dionice Podravke, koja proces dokapitalizacije provodi tijekom srpnja. Također očekujemo nastavak fokusa na Adrisova izdanja zbog potencijalnih akvizicija. I dionice turističkih kompanija mogle bi se naći u fokusu zanimanja kako budu dolazili prvi pokazatelji turističke sezone.

Sastav CROBEX10



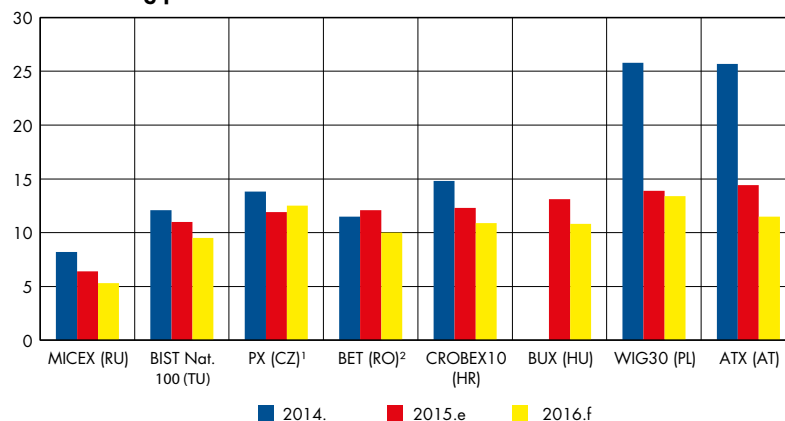
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Očekivano kretanje dioničkih indeksa

	Zadnja*	Prosinac 2015.e	Lipanj 2016.f
ATX (AT)	2.465	2.700	2.620
BET (RO)	7.291	7.750	7.680
BIST Nat. 100 (TU)	82.792	88.000	90.000
BUX (HU)	22.064	23.700	23.000
CROBEX10 (HR)	1.017	1.060	1.055
MICEX (RU)	1.624	1.750	1.820
PX (CZ)	992	1.070	1.055
WIG30 (PL)	2.487	2.730	2.690

*Zadnja vrijednost zabilježena na 10.7.2015.
Izvori: Thomson Reuters, Raiffeisen istraživanja

P/E indeksa u regiji



¹ PX bez Central European Media Enterprises, 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

mr. sc. Anton Starčević, savjetnik predsjednika Uprave; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: anton.starcevic@rba.hr

Samostalna direkcija ekonomskih 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-adresa: tomislava.ujevic@rba.hr

mr. sc. Mate Rosan, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 388, e-adresa: mate.rosan@rba.hr

Samostalna direkcija poslova financijskog savjetovanja

mr. sc. Nada Harambašić Nereau, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 870, e-adresa: nada.harambasic-nereau@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

Kratice

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje
 b.b. – bazni bod
 BDP – bruto domaći proizvod
 CDS – *Credit Default Swap*
 CHF – švicarski franak
 CIS – Zajednica neovisnih država
 DAB – Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka
 DZS – Državni zavod za statistiku
 e – procjena (*estimate*)
 EDP – procedura pri prekomjernom deficitu
 EK – Europska komisija
 ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa
 ESB – Europska središnja banka
 EU – Europska unija
 EUR – euro
 Eurostat – Statistički ured Europske unije
 f – prognoza (*forecast*)
 Fed – *Federal Reserve System*

GBP – britanska funta
 GFS – *Government Finance Statistics*
 god. – godina
 HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
 HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvitak
 HNB – Hrvatska narodna banka
 HRK – kuna
 HZZO – Hrvatski zavod za zdravstveno osiguranje
 IBES – *Institutional Brokers' Estimate System*
 ILO – *International Labour Organisation*
 JIE – zemlje Južne i Istočne Europe
 kr – kraj razdoblja
 LTRO – *Long Term Refinancing Operations*
 m – mjesec
 MF – Ministarstvo financija
 mil. – milijun
 mlrd. – milijarda
 NKD – nacionalna klasifikacija djelatnosti
 nema ocj. – nema ocjene

n. v. – nema vrijednosti
 OECD – Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj
 OIF – otvoreni investicijski fondovi
 p.b. – postotni bod
 PDV – porez na dodanu vrijednost
 PMR – *Product Market Regulation Index*
 pr – prosjek razdoblja
 RevPAR – *Revenue Per Available Room*
 RBA – Raiffeisen Bank
 SAD – Sjedinjene Američke Države
 SE – Srednja Europa
 SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe
 tr. – tromjesečje
 USD – američki dolar
 v.k. – valutna klauzula
 wiiw – *Wiener Institut für Internationale Wirtschaftsvergleiche*
 WTI – West Texas Intermediate

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 10. srpnja 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, Miramarska 24b, 10 000 Zagreb i Hrvatska narodna banka, Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb. 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 djelomično, 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 izdavanje ili sekundarnu trgovinu financijskim instrumentima, bez obzira radi li se o malim ili profesionalnim ulagačeljima 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 drže potrebnom. 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 prozročene na bilo koji način zbog korištenja ove publikacije ili njezinog sadržaja, odnosno na drugi način prozročene 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 Centralbank Austria ("RCB") te Raiffeisen Zentralbank AG, Austria ("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 izrade preporuka. Napominjemo da RBA, s njom povezana društva 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 teritoriju 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. Ovaj dokument se ne smije distribuirati u UK, Japanu, Hong Kongu, Kanadi i SAD-u.

