

RBAanalyze

broj 62
srpanj 2016.



U sjeni politike

- Oporavak se nastavlja
- Prijevremeni izbori u rujnu
- Brexit u fokusu
- CROBEX opet u stagnaciji, redovni prometni sve manji

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Ivica Drusany

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

| | |
|---|---|
| Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja | 3 |
| Usporedne tablice | 4 |

Uvod

| | |
|--|---|
| U sjeni politike gospodarstvo se oporavlja | 5 |
|--|---|

Politika

| | |
|--|---|
| Prijevrmeni parlamentarni izbori u rujnu | 6 |
|--|---|

Realni sektor, odnosi s inozemstvom

| | |
|--|---|
| Rast na krilima domaće potražnje | 7 |
|--|---|

Fiskalna politika i tržište duga

| | |
|--------------------------------------|---|
| Potrebe za financiranjem rasta... .. | 9 |
|--------------------------------------|---|

Tečaj, monetarna politika i inflacija

| | |
|---|----|
| Stabilan tečaj i niska inflacija i dalje podrška ekspanzivnoj monetarnoj politici | 11 |
|---|----|

Politike središnjih banaka

| | |
|-----------------------|----|
| Brexit u fokusu | 12 |
|-----------------------|----|

Financijski sustav

| | |
|--|----|
| Jednokratni rast profitabilnosti u prvom tromjesečju | 14 |
|--|----|

Tržište dionica

| | |
|--|----|
| Negativno raspoloženje na dioničkim tržištima..... | 15 |
| Očekujemo nastavak opreznog trgovanja u trećem tromjesečju | 16 |

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

| | 2009. | 2010. | 2011. | 2012. | 2013. | 2014. | 2015. | 2016.e | 2017.f | 2018.f |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| BDP i proizvodnja | | | | | | | | | | |
| Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene) | -7,4 | -1,7 | -0,3 | -2,2 | -1,1 | -0,4 | 1,6 | 1,5 | 1,5 | 2,0 |
| BDP u tekućim cijenama (mil. EUR) | 45.093 | 45.022 | 44.737 | 43.959 | 43.516 | 43.045 | 43.921 | 44.917 | 46.213 | 47.937 |
| BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR) | 10.471 | 10.479 | 10.451 | 10.301 | 10.225 | 10.156 | 10.381 | 10.654 | 10.972 | 11.387 |
| Trgovina na malo, % promjena, realno | -11,6 | -2,1 | 0,6 | -4,1 | -0,6 | 0,4 | 2,4 | 3,9 | 2,5 | 2,7 |
| Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena | -9,2 | -1,4 | -1,2 | -5,5 | -1,8 | 1,2 | 2,6 | 4,8 | 3,4 | 3,8 |
| Cijene, nezaposlenost i proračun | | | | | | | | | | |
| Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja | 1,9 | 1,8 | 2,1 | 4,7 | 0,3 | -0,5 | -0,6 | 0,5 | 1,6 | 2,5 |
| %, prosjek | 2,4 | 1,1 | 2,3 | 3,4 | 2,2 | -0,2 | -0,5 | -1,0 | 1,5 | 2,2 |
| Proizvođačke cijene ¹ , %, kraj razdoblja | 1,6 | 5,7 | 5,8 | 6,9 | -2,6 | -3,4 | -4,4 | -1,1 | 2,0 | 2,3 |
| %, prosjek | -0,4 | 4,3 | 6,4 | 7,0 | 0,5 | -2,7 | -3,9 | -3,9 | 2,0 | 2,5 |
| Stopa nezaposlenosti (DZS, pr) | 14,9 | 17,4 | 18,0 | 19,1 | 20,3 | 19,7 | 17,0 | 16,7 | 17,0 | 16,5 |
| Stopa nezaposlenosti (ILO, pr) | 9,2 | 11,6 | 13,7 | 15,9 | 17,4 | 17,3 | 16,3 | 15,9 | 15,5 | 15,1 |
| Prosječna neto plaća, u HRK | 5.311 | 5.343 | 5.441 | 5.478 | 5.515 | 5.534 | 5.594 | 5.678 | 5.803 | 5.930 |
| Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010 | -6,0 | -6,2 | -7,8 | -5,3 | -5,3 | -5,5 | -3,2 | -3,0 | -2,9 | -2,8 |
| Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010 | 162,1 | 191,3 | 216,7 | 233,6 | 270,9 | 284,2 | 289,7 | 297,3 | 307,9 | 320,0 |
| Javni dug, % BDP-a, ESA 2010 | 49,0 | 58,3 | 65,2 | 70,7 | 82,8 | 86,5 | 86,7 | 87,2 | 87,6 | 87,5 |
| Bilanca plaćanja i dug | | | | | | | | | | |
| Izvoz roba i usluga, mil. EUR | 15.577 | 17.007 | 18.110 | 18.315 | 18.764 | 19.978 | 21.991 | 23.420 | 24.638 | 25.648 |
| % promjena | -15,9 | 9,2 | 6,5 | 1,1 | 2,5 | 6,5 | 10,1 | 6,5 | 5,2 | 4,1 |
| Uvoz roba i usluga, mil. EUR | 17.244 | 17.158 | 18.297 | 18.097 | 18.573 | 19.106 | 20.757 | 21.691 | 22.667 | 23.370 |
| % promjena | -23,0 | -0,5 | 6,6 | -1,1 | 2,6 | 2,9 | 8,6 | 4,5 | 4,5 | 3,1 |
| Tekući račun platne bilance, % BDP-a ² | -5,1 | -1,1 | -0,7 | 0,0 | 1,0 | 0,9 | 5,2 | 2,0 | 2,2 | 2,1 |
| Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr | 10.376 | 10.660 | 11.195 | 11.236 | 12.908 | 12.688 | 13.707 | 13.500 | 13.300 | 13.550 |
| Međunarodne pričuve, u mjeseci- ma uvoza roba i usluga, kr | 7,2 | 7,5 | 7,3 | 7,5 | 8,3 | 8,0 | 7,9 | 7,5 | 7,0 | 7,0 |
| Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³ | 2.279 | 1.065 | 1.017 | 1.142 | 710 | 2.910 | 128 | 1.700 | 1.900 | 1.800 |
| Noćenja turista, % promjena | -1,2 | 2,6 | 7,0 | 4,0 | 3,3 | 2,6 | 7,7 | 3,8 | 3,0 | 2,5 |
| Inozemni dug, mlrd. EUR | 45,6 | 46,9 | 46,4 | 45,3 | 46,0 | 46,7 | 45,5 | 44,5 | 45,5 | 46,5 |
| Inozemni dug, kao % BDP-a ² | 101,1 | 104,2 | 103,7 | 103,0 | 105,6 | 108,4 | 103,7 | 99,1 | 98,5 | 97,0 |
| Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ² | 292,7 | 275,8 | 256,2 | 247,3 | 244,9 | 233,6 | 207,1 | 190,0 | 184,7 | 181,3 |
| Financijski pokazatelji | | | | | | | | | | |
| Devizni tečaj, kr, USD/HRK | 5,09 | 5,57 | 5,82 | 5,73 | 5,55 | 6,30 | 6,99 | 7,24 | 7,50 | 6,95 |
| pr, USD/HRK | 5,28 | 5,50 | 5,34 | 5,85 | 5,71 | 5,75 | 6,86 | 6,87 | 7,50 | 7,17 |
| Devizni tečaj, kr, EUR/HRK | 7,31 | 7,39 | 7,53 | 7,55 | 7,64 | 7,66 | 7,64 | 7,60 | 7,65 | 7,65 |
| pr, EUR/HRK | 7,34 | 7,29 | 7,43 | 7,52 | 7,57 | 7,63 | 7,61 | 7,56 | 7,57 | 7,60 |
| Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr | 47,2 | 48,0 | 51,5 | 51,9 | 57,9 | 63,4 | 70,7 | 73,8 | 76,8 | 80,1 |
| % promjena | -14,6 | 1,7 | 7,3 | 0,9 | 11,5 | 9,6 | 11,4 | 4,5 | 4,0 | 4,3 |
| Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr | 228,5 | 232,8 | 246,0 | 254,7 | 264,9 | 273,3 | 287,4 | 297,4 | 305,8 | 313,7 |
| % promjena | -1,0 | 1,9 | 5,6 | 3,6 | 4,0 | 3,2 | 5,1 | 3,5 | 2,8 | 2,6 |
| Plasmani, mlrd. HRK, kr | 234,5 | 245,6 | 257,4 | 242,1 | 240,8 | 237,0 | 230,0 | 228,9 | 234,7 | 239,2 |
| % promjena | -0,6 | 4,7 | 4,8 | -5,9 | -0,5 | -1,6 | -2,9 | -0,5 | 2,5 | 1,9 |
| ZIBOR 3m, %, pr | 8,9 | 2,4 | 3,2 | 3,4 | 1,5 | 1,0 | 1,2 | 0,9 | 1,0 | 1,6 |
| Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr | 7,5 | 4,0 | 3,9 | 3,9 | 2,5 | 1,9 | 1,5 | 1,0 | 1,1 | 1,5 |

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

U sjeni politike gospodarstvo se oporavlja

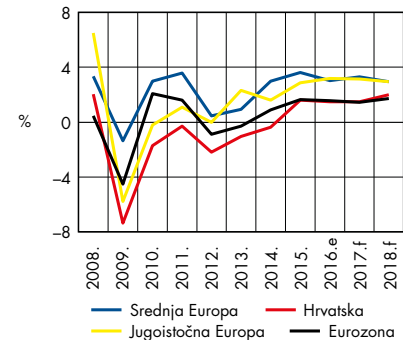
Opravak koji je započeo u 2015. nastavio se i u prvoj polovici godine predvođen dominantno domaćom potražnjom. Pritom osobna potrošnja podršku pronalazi u nastavku pada cijena, stabilizaciji tržišta rada i solidnim pokazateljima u turizmu. Ohrabruju i pozitivni pomaci u povlačenju sredstava iz EU fondova te konačno početak pozitivne stope rasta u građevinarstvu. S druge strane, pozitivan učinak izvoza roba i usluga umanjeno je rastom uvoza upozoravajući na nužnost jačanja konkurentnosti s ciljem smanjenja razmjeno visoke ovisnosti o uvozu. Kretanja u gospodarstvima najvažnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, visokofrekventni pokazatelji s početka drugog tromjesečja u Hrvatskoj kao i **očekivanja za treće tromjesečje sugeriraju da bi rast u cijeloj 2016. godini mogao biti i viši** od trenutno predviđenih 1,5%. Za razliku od pretkriznog razdoblja, rast se odvija uz nastavak procesa razduživanja i veću usmjerenost na inozemna tržišta. Niska razina potražnje za kreditima uz istodobni rast depozita umanjuje potrebu za inozemnim izvorima financiranja banaka. Na toj osnovi smanjuje se i bruto inozemni dug, što uz višak na tekućem računu platne bilance (i četvrtu godinu zaredom) umanjuje vanjsku ranjivost Hrvatske.

Pozitivni trendovi uvelike su bili zasjenjeni političkim razmiricama koje su za posljedicu imale raspisivanje prijevremenih parlamentarnih izbora za rujan. Unatoč kratkoročno pozitivnom utjecaju na obuzdavanje državne potrošnje, ostaje činjenica da nestabilno političko okruženje stvara negativnu percepciju kod ulagača i rejting agencija. Štoviše, takva situacija odgađa stvaranje nužnih predujeta za održiv i viši rast, a vrijeme u dugotrajnoj recesiji ionako nije iskorišteno za bitnije strukturne promjene. Odgađanje svibanjskog izdanja međunarodne obveznice denominirane u eurima zbog nastale političke nestabilnosti prvi je znak koliko financijska tržišta mogu biti osjetljiva. Za sada Hrvatskoj ide u prilog nastavak primjene nekonvencionalnih mjera monetarne politike od strane Europske središnje banke, a njihovo produljenje izglednije je i zbog odluke V. Britanije o napuštanju Europske unije. Štoviše, utjecaj referenduma bit će vidljiv i u vjerojatnoj srpanjskoj odluci FOMC-a da odgodi podizanje referentne kamatne stope. Okruženje visoke likvidnosti i niskih kamatnih stopa pogoduje zadržavanju atraktivnosti hrvatskog duga. Ipak komparativna usporedba premije rizika jasno upućuje na veće troškove Hrvatske i izgubljene prilike koje će plaćati buduće generacije.

U međuvremenu monetarna politika Hrvatske narodne banke zadržava svoj ekspanzivni karakter održavanjem visoke likvidnosti, čemu pogoduje i razdoblje izostanka inflacije. Visoka likvidnost domaćeg tržišta osobito pogoduje državi, koja je drugim ovogodišnjim kunkskim izdanjem ukupno do sada samo na primarnom tržištu prikupila 10 milijardi kuna. Naposljetku, stabilnost tečaja ostaje neupitan prioritet središnje banke s obzirom na još uvijek visok stupanj euroizacije, tj. valutnog rizika kojem su izloženi svi sektori gospodarstva.

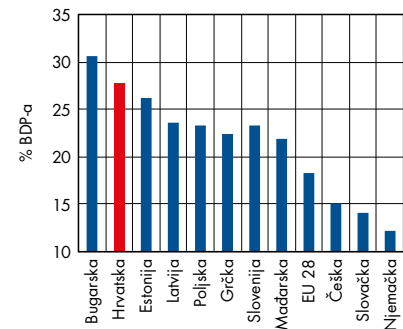
Ekonomski analitičar: Zrinka Živković Matijević

Realne stope rasta BDP-a



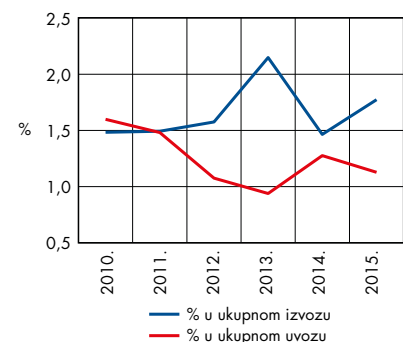
Izvori: Eurostat, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Udio sive ekonomije u BDP-u, 2015.



Izvori: Schneider, F. (2015.), A.T. Kearney, Raiffeisen istraživanja

Robna razmjena RH s V. Britanijom

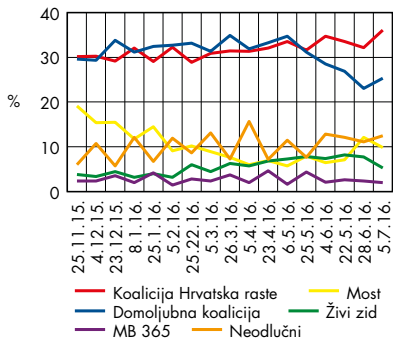


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prijevremeni parlamentarni izbori u rujnu

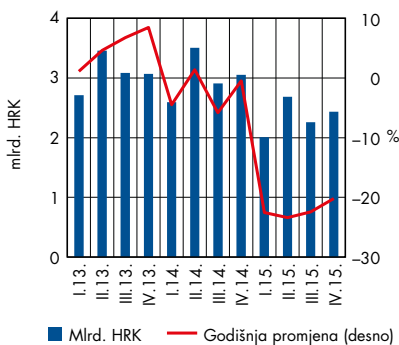
- Politička neizvjesnost i dalje izgledna
- Rejting ipak zadržan

Ispitivanje javnog mnijenja



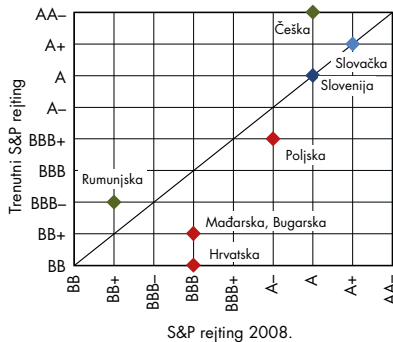
Izvori: Promocija plus, IPSOS PULS, Raiffeisen istraživanja

Bruto investicije u fiksni kapital, opća država



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

S&P kreditni rejting 2008./2016.*



*na dan 15. srpnja
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Nesuglasice (čelnika) političkih stranaka koji su sastavljali Vladu RH naposljetku su rezultirale izglasavanjem nepovjerenja premijeru, samoraspuštanjem Sabora te raspisivanjem prijevremenih parlamentarnih izbora za prvu polovicu rujna 2016. godine. Međutim, ispitivanje javnog mišljenja i dalje sugerira političku neizvjesnost s obzirom na to da prema anketama jasnog pobjednika parlamentarnih izbora neće biti ni nakon rujanskih izbora. Naime, političke razmirice i posljedična neizvjesnost povećale su sklonost glasača prema koaliciji Hrvatska raste (na čelu sa SDP-om), bitno smanjile popularnost Domoljubne koalicije (na čelu s HDZ-om) te ponovno (ali ne u cijelosti) vratile popularnost MOST-a. Ostaje činjenica da oko 30% glasova ostaje raspršeno na neodlučne i tzv. manje stranke. S druge strane, MOST se pokazao kao vrlo tvrd pregovarač, ali i partner u Vladi, koji ne uzmiče pred zahtjevima vodećih stranaka koje imaju i veću sklonost birača. U pogledu ekonomskih programa političkih stranaka ne očekujemo (bitno) odstupanje od već predstavljenih programa na redovitim parlamentarnim izborima u studenome prošle godine. Međutim, bit će zanimljivo vidjeti stav glede reforme lokalne i regionalne samouprave, osobito uzimajući u obzir činjenicu da će se lokalni izbori održati vjerojatno u proljeće 2017. godine. Nadalje u uvjetima izjednačenih šansi ne treba isključiti veću sklonost populističkim mjerama ne bi li se pridobilo više glasača. Populističke mjere obično znače i veću potrošnju koju treba financirati, a obično se u takvim uvjetima zaboravlja da je prosječan građanin i poduzetnik ionako pod prevelikim poreznim teretom. Izgledno je, dakle, da ni jesen neće donijeti stabilnost u pogledu sastavljanja Vlade i većine u Saboru, a do tada će tehnička Vlada Tihomira Oreškovića obavljati izvršne funkcije vlasti. Jedan od ključnih dokumenata "Smjernice ekonomske i fiskalne politike za razdoblje 2016.-2018." na rasporedu je već u srpnju. Smjernice su trebale biti ključna podloga za sastavljanje proračuna 2017. te indikator spremnosti Vlade na reformske poteze. Nakon pada Vlade ocjena takvih dokumenata nije relevantna, već će se financiranje i izvršavanje državnog proračuna odvijati bez izmjena zakonskih propisa kao i strukturnih promjena.

Podaci za posljednje tromjesečje 2015. i prvo 2016. godine potvrđuju da politička neizvjesnost obuzdava državnu potrošnju, osobito na stavkama materijalnih troškova i kapitalnih investicija. Navedeno u uvjetima gospodarskog rasta i cikličkog punjenja državnog proračuna dovodi da smanjenja deficita i "prirodne" fiskalne konsolidacije. Uz manji deficit, primarni suficit i nastavak privatizacije preostalog državnog portfelja javni dug usporava s rastom ili se čak stabilizira. Međutim, iako se u takvim uvjetima fiskalna metrika poboljšava, duboko ukoričeni strukturni problemi ostaju (zdravstvo, školstvo, mirovinski sustav, javna uprava itd.), a stvaranje uvjeta za stabilniji i snažniji oporavak se odgađa. Štoviše, politička nesigurnost za malu, otvorenu i ranjivu ekonomiju poput Hrvatske ne ulijeva povjerenje investitorima i rejting agencijama. Na navedeno je u svojim posljednjim ocjenama upozorila i rejting agencija S&P Global ratings. A ocjena rejting agencija označava rizičnost zemlje te u konačnici determinira troškove financiranja svih segmenata gospodarstva.

Ekonomski analitičar: Zrinka Živković Matijević

Rast na krilima domaće potražnje

- Nastavak solidnih makroekonomskih pokazatelja
- Niži bruto inozemni dug – nastavak razduživanja bankarskog sektora

Konačni pokazatelji o kretanju BDP-a u prvom ovogodišnjem tromjesečju potvrdili su realni godišnji rast od 2,7% uz pozitivni doprinos domaće potražnje, predvođene rastom osobne potrošnje, ali i ohrabrujućim oporavkom investicija u fiksni kapital. Unatoč tomu što je najveći doprinos povećanju obujma BDP-a došao od strane izvoza roba, u konačnici je učinak neto inozemne potražnje bio negativan, ponajprije zbog razmjerno snažnog rasta uvoza roba i usluga.

Solidni visokofrekventni makroekonomski pokazatelji upućuju na daljnji nastavak pozitivnih kretanja BDP-a i tijekom drugog ovogodišnjeg tromjesečja. Premda usporenijim tempom u odnosu na prvo tromjesečje, rast industrijske proizvodnje nastavit će se i tijekom idućih mjeseci, uz očekivano zadržavanje povoljnih trendova u inozemnoj potražnji, koja će se zasigurno pozitivno odraziti i na nastavak solidnih stopa rasta robnog izvoza. S druge strane, predviđeni oporavak investicija (potaknut očekivanom većom iskoristivošću sredstava iz EU fondova) mogao bi istovremeno potaknuti i snažniji uvoz, posljedično umanjujući pozitivan doprinos rasta izvoza roba i usluga.

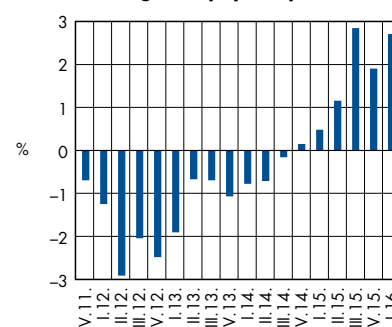
Istovremeno, projicirani nastavak negativnih godišnjih stopa inflacije (ponajprije uvjetovan uvezenim cjenovnim pritiscima sa svjetskih robnih tržišta) bit će dodatno potpomognut učincima administrativnog smanjenja cijene plina¹, stvarajući tako učinak "poreznog rasterećenja" odnosno većeg raspoloživog dohotka. Posljedično će se i u idućim mjesecima nastaviti niz pozitivnih godišnjih stopa rasta prosječnih plaća u realnom izrazu. No za razliku od 2015. godine, u ovoj će godini biti zamjetan razmjerno viši relativni rast prosječnih bruto plaća u odnosu na neto plaće što je dijelom posljedica učinka baznog razdoblja s obzirom na to da je u prošloj godini zabilježen rast neto plaća potaknut izmjenama u oporezivanju dohotka te je početkom 2016. godine utjecaj spomenutih poreznih izmjena iščeznuo.²

Uz poboljšana kretanja u zaposlenosti koja su potpomognuta rastućom potražnjom za sezonalnim radnicima u turizmu, očekuje se nastavak pozitivnog doprinosa osobne potrošnje na rast BDP-a, koji bi u našem osnovnom scenariju, na razini cijele godine mogao biti i viši od inicijalno predviđenog. Pozitivni rizici u kratkom roku dobrim dijelom proizlaze iz iščekivanja još jedne rekordne turističke sezone koja bi mogla imati višestruke pozitivne učinke na cjelokupno gospodarstvo. Međutim, u isto vrijeme zabrinjava i visoka ovisnost Hrvatske o turizmu, čiji je udio u gospodarstvu prema prihodima dosegnuo gotovo 20% BDP-a. Naime, u uvjetima razmjerno visokih negativnih geopolitičkih rizika, preveliko oslanjanje na turizam može u konačnici imati negativan utjecaj. Stoga valja naglasiti prisutnost negativnih rizika na održivost gospodarskog rasta u

1 Od 1. travnja 2016.

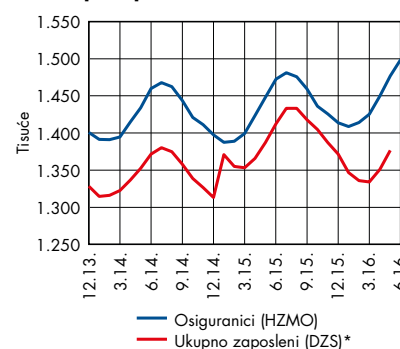
2 Od važnijih metodoloških promjena važno je spomenuti da DZS od siječnja ove godine objavljuje podatke o prosječnim plaćama u skladu s novom metodologijom koja je rezultirala relativno nižim iskazanim iznosima prosječnih plaća u odnosu na prethodnu statistiku. Nova metodologija temelji se na novom izvoru podataka (tzv. JOPPD obrazac) koji pruža potpuniji obuhvat podataka o plaćama u usporedbi s prijašnjim statističkim istraživanjem, koje je putem statističkog obrasca RAD-1 obuhvaćalo 70% zaposlenih iz svakog odjeljka NKD-a.

BDP, realne godišnje promjene



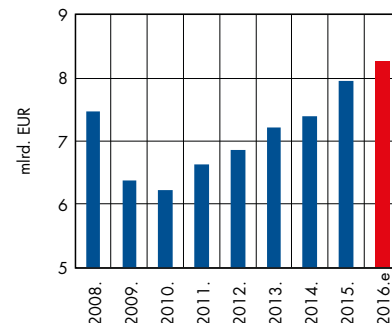
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Kretanje zaposlenosti



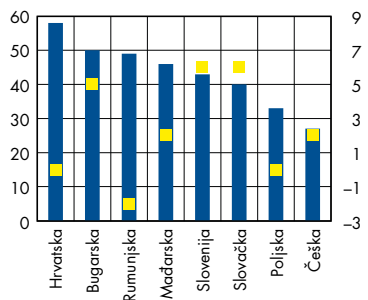
* lom serije od siječnja 2015. (nova metodologija)
Izvori: HZMO, DZS, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizma



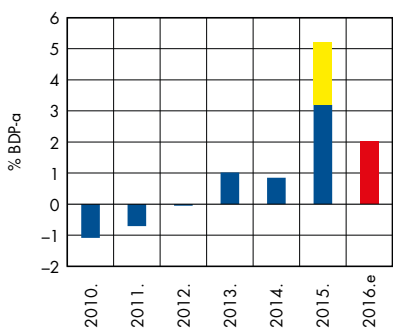
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Konkurentnost Hrvatske i usporednih zemalja



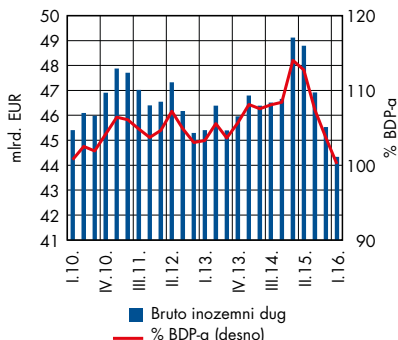
■ WCY 2016*
 ■ Promjena u odnosu na prethodnu godinu (desno)
 * više vrijednosti na ljestvici pokazuju nižu razinu konkurentnosti
 Izvori: IMD World Competitiveness Yearbook 2016, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



* žuto označava učinak CHF konverzije
 Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

srednjem roku, na koje se nadovezuje i prisutna politička neizvjesnost koja je rezultirala izvjesnim diskontinuitetom u radu Vlade. Drugim riječima, usporavanje ili odgoda strukturnih reformi koje su srednjoročno definirane u okviru Nacionalnog programa reformi i Programa konvergencije mogu prouzročiti zadržavanje nepovoljnog investicijskog okruženja te tako ugroziti dugoročne izgleda rasta. Osim toga, ne smiju se zanemariti ni negativni rizici koji proizlaze iz vanjskog okruženja (poput usporavanja rasta u zemljama glavnim vanjskotrgovinskim partnerima, k tomu još u kontekstu najnovijih zabrinutosti koje proizlaze iz izravnih i/ili neizravnih posljedica Brexita).

Posljednji HNB-ovi pokazatelji odnosa Hrvatske s inozemstvom potvrdili su uobičajeni deficit na računu tekućih transakcija u **bilanci plaćanja** u prvom ovogodišnjem tromjesečju (1,6 mlrd. eura). Štoviše, isti se na godišnjoj razini produbio za gotovo 26%, a negativan doprinos je došao s računa primarnog i sekundarnog dohotka te od pogoršanja na računu roba i usluga (i pored dvoznamenkastog godišnjeg rasta od preko 16% ukupnih prihoda od turizma). No promatrano kumulativno u posljednja četiri tromjesečja, zadržan je razmjerno visok suficitarni saldo na tekućem računu platne bilance na razini od 4,4% BDP-a (snažno potpomognut evidentiranim gubicima banaka uzrokovanih CHF konverzijom). Na razini cijele 2016. godine, osim još jedne dobre turističke sezone, očekuju se i veći priljevi na osnovi EU fondova, što bi uz niže cijene nafte na godišnjoj razini moglo rezultirati još jednim pozitivnim saldom na tekućem računu platne bilance i četvrtu godinu zaredom. S obzirom na to da će u tekućoj godini izostati izdašan učinak CHF konverzije, očekivani višak na tekućem računu bit će značajno niži.

S druge strane, prisilna CHF konverzija pojačala je averziju klijenata prema riziku, što je posljedično dodatno utjecalo na smanjenje potražnje za kreditima. Uz istovremeni rast jeftinijih domaćih depozita i u uvjetima visoke likvidnosti na domaćem tržištu, nastavio se trend razduživanja banaka prema inozemstvu (koji je neprekidno prisutan od travnja 2012. godine). Posljedično, na kraju prvog ovogodišnjeg tromjesečja ukupni **bruto inozemni dug** iznosio je 44,3 mlrd. eura, spustivši tako svoj udio u BDP-u na 100,2% (sa 103,7% koliko je iznosio koncem prošle godine). Osim razduživanja bankarskog sektora, smanjenju bruto inozemnog duga doprinijelo je i usporenije zaduživanje opće države tijekom prva tri mjeseca. Međutim, nakon razdoblja privremenog financiranja, podsjetimo se da je odgoda plasmana državnih obveznica na inozemnom financijskom tržištu uspješno nadomještena domaćim zaduženjem, a sličan trend mogao bi se očekivati i u segmentu poduzeća. Stoga se i u idućim mjesecima očekuje i dalje potisnuta potreba banaka za inozemnim izvorima sredstava. Posljedično bi uz predviđeni gospodarski rast udio bruto inozemnog duga u BDP-u do kraja godine mogao biti niži u odnosu na prethodnu godinu.

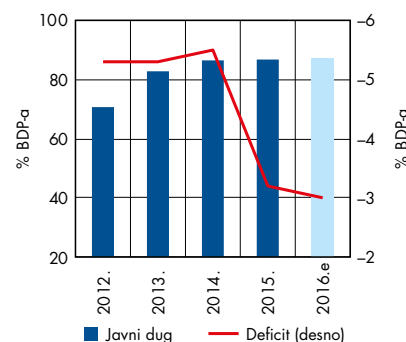
Ekonomski analitičar: Tomislava Ujević

Potrebe za financiranjem rastu...

- Rizik neprovođenja snažnije fiskalne konsolidacije u srednjem roku
- Novo lokalno izdanje

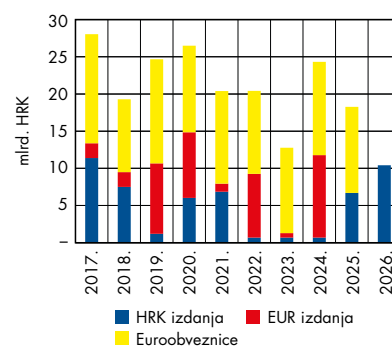
Iako neizvjesna i komplicirana politička situacija i status tehničke Vlade pojačavaju rizik da toliko očekivana implementacija reformi u okviru Nacionalnog plana reformi i Programa konvergencije bude usporena ili čak odgođena, s druge strane ona bi u kratkoročnom razdoblju trebala obuzdati rast javnih rashoda, dok bi gospodarski oporavak trebao i dalje imati pozitivan utjecaj na prihode. Dodatno, prema preliminarnim pokazateljima još jedna odlična turistička sezona odrazit će se kroz izdašnije prikupljene prihode od PDV-a, što će, osim kratkoročnog pozitivnog učinka fiskalizacije, rezultirati multiplikativnim učincima na sveukupnu gospodarsku aktivnost. Ipak, gledano dugoročno, Hrvatska svakako treba stabilnu Vladu uz naglasak na reforme i zadovoljavanje potreba privatnog sektora u svrhu postizanja održive fiskalne metrike. Uz procijenjeni manjak općeg proračuna za ovu godinu od oko 3% BDP-a, ukupne obveze refinanciranja približavaju se razini od 20% BDP-a (u što su uključene i obveze po izdanim trezorskim zapisima čiji se dug po dospeljeću uobičajeno zanavlja). Prema računu financiranja koji je Vlada objavila u sklopu prijedloga proračuna za 2016., izdanjem vrijednosnih papira, odnosno obveznica planira se prikupiti 17,65 mlrd. kuna proračunskih primitaka. Očekivani izlazak države na inozemno tržište kapitala izdanjem međunarodne obveznice kojim se planira prikupiti dio proračunskih primitaka odgođen je početkom lipnja. Uslijed domaćih političkih previranja prema objavi iz Ministarstva financija odlučeno je da se nastavi s praćenjem kretanja na međunarodnim financijskim tržištima s namjerom izdavanja jedine planirane ovogodišnje euroobveznice nakon što se otklone trenutne domaće političke nejasnoće. Početkom srpnja uslijedilo je novo zaduživanje na domaćem tržištu. Uz značajan interes investitora te prinos do dospeljeća od 2,85% Hrvatska je uspješno plasirala 6 mlrd. kuna s dospeljećem 2021. godine, čijim je izdanjem u cijelosti pokriveno srpanjsko dospeljeće obveznice u iznosu od 3,5 mlrd. kuna. Uz izdanje od 4 mlrd. kuna sredinom ožujka te srpanjskim izdanjem do sada je prikupljeno 10 mlrd. kuna na domaćem tržištu kapitala. Do kraja godine još nas očekuje dospeljeće eurskog trezorskog zapisa izdanog u veljači 2015., koji zbog 18-mjesečne ročnosti na naplatu stiže u kolovozu. Prema posljednjim dostupnim podacima depoziti središnje države krajem svibnja na računu HNB-a iznosili su 5,9 mlrd. kuna, što implicira dodatno zaduživanje države do kraja godine. Izgledno je da će potrebe za refinanciranjem u ovoj godini biti zadovoljene na lokalnom tržištu koje obiluje viškom likvidnosti, dok su istodobno tržišni sudionici (posebice veliki institucionalni investitori poput mirovinskih fondova) u stanju zadovoljiti moguće ovogodišnje povećanje ponude državnih izdanja. Međutim, prvi veći izazov glede financiranja dospeljelih obveza koji stoji pred novom budućom Vladom svakako je već prvo tromjesečje sljedeće godine, kada na naplatu dolazi najveći dio dospeljeća u 2017. (u veljači 5,5 mlrd. kuna, u travnju 1,5 mlrd. dolara). Prema našim očekivanjima, bez obzira na izdašnu likvidnost u sustavu, nije izgledno da će država visoke potrebe za financiranjem uspjeti zadovoljiti na domaćem tržištu. Točnije, u prosjeku 20% potreba za refinanciranjem tijekom godina koje dolaze neće se moći apsorbirati isključivo na lokalnom tržištu. Novo potencijalno zaduživanje na međunarodnom tržištu ovisit će u najvećoj mjeri o stabilizaciji na domaćoj političkoj sceni. Stoga kao izgledniji termin izlaska na međunarodno tržište vidimo početak sljedeće godine, kada

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

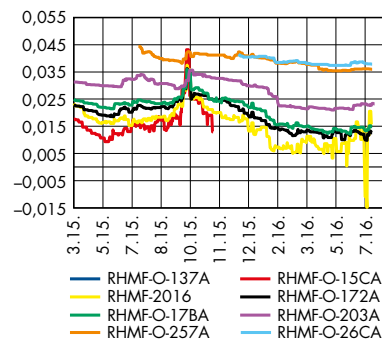
Dospeljeća državnog duga po izdanim obveznicama*



*preračunato po srednjem tečaju HNB-a na dan 11. srpnja 2016.

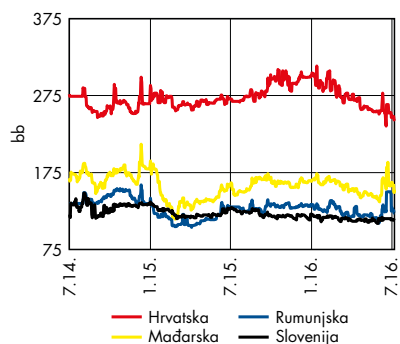
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na kunske državne obveznice



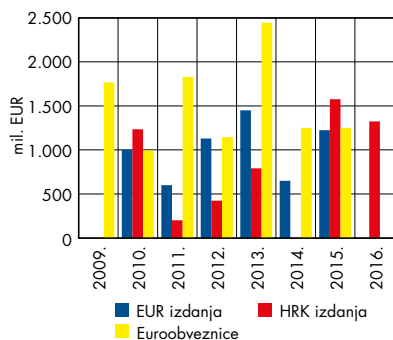
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

5-god. CDS (USD)



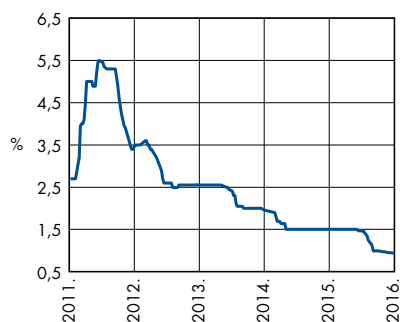
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Izdavanja državnih obveznica



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Krivulja prinosa na 1-god. kunski trezorski zapis



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

očekujemo političku stabilizaciju. Uz takvu pretpostavku, dobri makroekonomski fundamentalni pokazatelji kao i povoljna situacija na inozemnim tržištima podržana nastavkom ekspanzivne monetarne politike ESB-a, s jedne strane, uz odgođeno podizanje kamatnih stopa Fed-a, s druge strane, te obilje likvidnosti u sustavu svakako tomu idu u prilog i daju priliku uspješnom zaduživanju. Ključan faktor za određivanje cijena definitivno će biti politička stabilnost, kao jedan od glavnih faktora procjene kreditnog rejtinga od strane rejting agencija. S obzirom na međusobnu ovisnost kreditnog rejtinga države i cijene njezina zaduživanja, zanimljivo je usporediti prinose na državne obveznice Rumunjske i Hrvatske danas u odnosu na pretkriznu 2008. godinu. Prema procjeni agencije Moody's Hrvatska i Rumunjska su 2008. bile na jednakoj razini rejtinga (Baa3), pri čemu je prinos na desetogodišnje hrvatske lokalne obveznice bio na razini od 6%, dok se istovjetnom rumunjskom obveznicom trgovalo uz prosječan prinos do dospijeca od 9,2%. Rumunjska je zadržala kreditni rejting na istoj razini, dok se hrvatski tijekom godina spustio na razinu Ba2. Prosječan prinos na 10-godišnju rumunjsku obveznicu u ovoj godini je na razini 3,50%, a hrvatskih papira istog dospijeca na 3,90%. Razlika na inozemnim izdanjima je još i veća. I dok je 2008. prinos na osmogodišnju rumunjsku euroobveznicu bio 100 bb viši od prinosa istovjetnog hrvatskog izdanja (6,65% vs 5,65%) danas je stanje znatno drugačije. Naime, trenutni prinos na hrvatsku euroobveznicu dospijeca 2025. viši je za 125 bb u odnosu na rumunjsko inozemno izdanje istog dospijeca (3,41 vs 2,14%). Iz navedenog proizlazi zaključak da bi, da je Hrvatska samo zadržala kreditni rejting na razini iz 2008., cijena zaduživanja danas bila zasigurno značajnije povoljnija uz ionako povoljne uvjete i niske razine referentnih kamatnih stopa na međunarodnim tržištima. Mirno razdoblje uz stabilno kretanje cijena i prinosa domaćih izdanja obveznica očekujemo i do kraja godine. S obzirom na to da će monetarna politika i u nastavku godine podržavati visoku likvidnost, prinosi kratkoročnih vrijednosnica, čiji se jednogodišnji prinos kunskih izdanja krajem lipnja dodatno spustio na 0,94%, zasigurno će se zadržavati na povijesno niskim razinama. Hrvatske euroobveznice, kao što smo već navikli, pratile su trendove kretanja obveznica zemalja srednje i istočne Europe. Negativno tržišno raspoloženje i nagli rast averzije prema riziku nakon objavljenog ishoda referenduma u Velikoj Britaniji prelili su se i na hrvatska izdanja, čiji se *spread* proširio nakratko i iznad 410 b.b. Međutim, smirivanje situacije na inozemnim tržištima vratilo je i hrvatska međunarodna izdanja k trendovima kakvi su bili prisutni prije samog referenduma o Brexitu. I u nastavku godine izdašna likvidnost na europskim tržištima kao posljedica ekspanzivnoga karaktera monetarnih politika vodećih središnjih banaka uz povijesno niske razine prinosa nastavit će pozitivno utjecati i na kretanje obveznica regije SIE. Iako, s druge strane, uz prelijevanje snažne averzije prema riziku i rast premije rizika u zemljama europske periferije uslijed neizvjesnosti na globalnim tržištima dodatno pojačane ishodom referenduma u Velikoj Britaniji, Hrvatska bi, s obzirom na fundamentalne pokazatelje i političke nestabilnosti, mogla plaćati višu premiju rizika, što može imati negativan utjecaj na kretanje javnog duga i snažno potrebne fiskalne konsolidacije.

Ekonomski analitičar: Elizabeta Sabolek Resanović

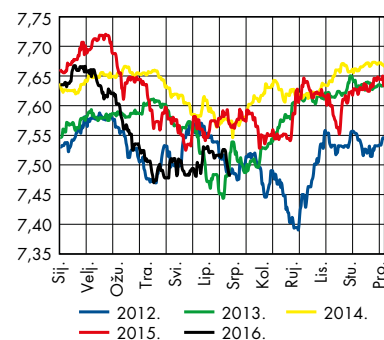
Stabilan tečaj i niska inflacija i dalje podrška ekspanzivnoj monetarnoj politici

- Stabilan tečaj EUR/HRK
- Visoka kunska likvidnost i daljnji pad kamatnih stopa

U drugoj polovici travnja zaustavio se trend jačanja kune u odnosu na euro koji je započeo u veljači. Tek kratkotrajni pritisak na pad tečaja EUR/HRK na samom kraju svibnja motivirao je središnju banku na deviznu intervenciju. Prvi put nakon 2012. godine HNB je od poslovnih banaka otkupio eure u iznosu 83,5 mil. eura po srednjem tečaju 7,49 kuna za euro. Iako iznosom razmjeno mala, devizna intervencija jasna je poruka da stabilnost domaće valute ostaje jedan od temeljnih prioriteta monetarne politike. Štoviše, stabilnost tečaja nije bila ugrožena ni unutarnjim političkim razmiricama, ali ni ishodom britanskog referenduma o izlasku iz Europske unije potvrđujući ujedno plitkoću tržišta te izostanak inozemnih investitora koji bi višom izloženošću prema kuni potencijalno stvarali rizik volatilnosti tečaja. U takvim tržišnim uvjetima srednji tečaj EUR/HRK na tečajnici HNB-a ostao je u rasponu od 7,47 do 7,53 kune za euro. Pomalo neuobičajeni lagani rast tečaja prema kraju tromjesečja moguće je povezati i s pozicioniranjem investitora uoči očekivanog sezonskog kretanja EUR/HRK te dospijecima kreditnih obveza vezanih uz euro. Središnja turistička sezona uz nešto povoljnije fiskalne rizike, priljev eura iz inozemnih izvora (na temelju zaduživanja i/ili EU fondova) te pozitivna neto inozemna pozicija banaka čimbenici su koji bi trebali pružiti podršku domaćoj valuti idućih mjeseci. Ipak, pad ispod 7,45 kuna za euro ne očekujemo, dijelom i zbog postojane potražnje za eurima koja se javlja i s rastom uvoza. Sa završetkom ljeta kuna bi trebala bilježiti uobičajeno blagu deprecijaciju, pri čemu uzlaznu tendenciju EUR/HRK očekujemo do kraja godine. Prosječni tečaj kune u odnosu na euro na razini cijele godine trebao bi biti niži u usporedbi s 2015. potvrđujući da je oporavak gospodarske aktivnosti uglavnom popraćen i jačanjem kune u odnosu na euro. U takvim uvjetima monetarna politika ostaje ekspanzivna osiguravajući likvidnost financijskog sustava uz daljnje smanjenje kamatnih stopa. Time se kroz "kamatni prijenos" impulsa monetarne politike nastoje smanjiti troškovi financiranja svih sektora i pomoći oporavku gospodarske aktivnosti. Međutim unatoč smanjenju fiksne kamatne stope na trećoj strukturalnoj repo operaciji (s 1,8% na 1,4%), interes ostaje potisnut izostankom snažnije potražnje za kreditima, koja se uz već postojeću visoku likvidnost može zadovoljiti iz raspoloživih kunkskih izvora. U slučaju snažnije i dugotrajnije potražnje za kunkskim kreditima ostaje ključna uloga središnje banke i osiguranje kunkskih izvora. Naime, u strukturi izvora sredstava banaka depoziti predstavljaju i dalje stabilan većinski izvor, pri čemu i dalje (unatoč polaganom padu) s udjelom od oko 70% prevladavaju devizni depoziti. Ekspanzivni karakter monetarne politike podržan je i izostankom inflatornih pritisaka. Pad potrošačkih cijena prisutan već treću godinu zaredom dodatno se produbio zahvaljujući i smanjenju administrativnih cijena plina na samom početku drugog tromjesečja. Očekivani prosječni godišnji pad potrošačkih cijena iznosi 1% na razini cijele godine. Pritom nema straha od deflacijske spirale, već pad cijena djeluje pozitivno na potrošnju kroz rasterećenje osobnog dohotka. Naime, glavni generator negativnih stopa i dalje je energija, čiji se tek postupni oporavak očekuje prema kraju godine, ali nakon oporavka cijena (nafte) na svjetskim robnim tržištima.

Ekonomski analitičar: Zrinka Živković Matijević

Srednji tečaj EUR/HRK



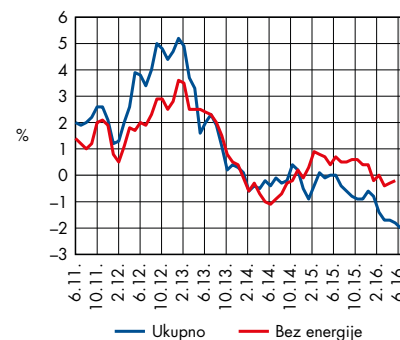
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj HNB-a

| Valuta | Srednji tečaj 30.6.16. | Promjena u odnosu na: 31.12.2015. | | |
|--------|------------------------|-----------------------------------|----------|--------|
| | | Tečaj | Kretanje | % |
| EUR | 7,5127 | 7,6350 | ↓ | -1,60 |
| USD | 6,7915 | 6,9918 | ↓ | -2,87 |
| CHF | 6,8968 | 7,0597 | ↓ | -2,31 |
| GBP | 6,9293 | 10,3610 | ↓ | -33,12 |

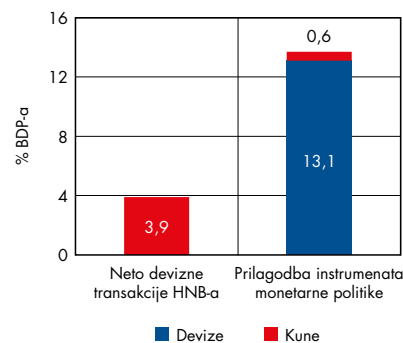
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Kreiranje i oslobađanje likvidnosti u krizi (IV. 2008. – 2015.)



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Brexit u fokusu

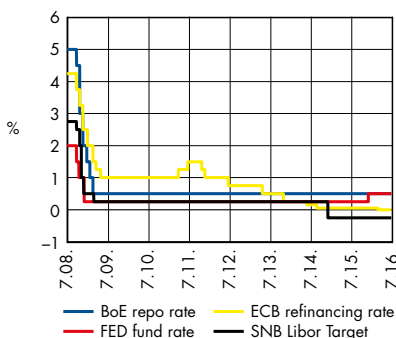
- Monetarna politika vodećih središnjih banaka prilagođava se novonastaloj okolini nakon Brexita
- Fed ponovo odgađa podizanje referentnih kamatnjaka

Raspored zasjedanja FOMC-a

| 2016. | |
|-------------------|------------------|
| 26.–27. srp. | 1.–2. stu. |
| 20.–21. ruj. | 13.–14. pro. |
| 2017. | |
| 31. sij.–1. velj. | 25.–26. srp. |
| 14.–15. ožu. | 19.–20. ruj. |
| 2.–3. svi. | 31. lis.–1. stu. |
| 13.–14. lip. | 12.–13. pro. |

Izvori: Fed, Raiffeisen istraživanja

Referentne kamatne stope



Izvori: Fed, ECB, BoE, SNB, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja na financijskim tržištima

| | ruj.16. | pro.16. | ožu.17. | lip.17. |
|--------------------------------------|---------|---------|---------|---------|
| EUR/USD | 1,10 | 1,05 | 1,03 | 0,99 |
| ESB referentna kamatna stopa | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| ESB depozitna stopa | -0,40 | -0,40 | -0,40 | -0,40 |
| Euribor 1m | -0,40 | -0,40 | -0,40 | -0,35 |
| Euribor 3m | -0,30 | -0,30 | -0,30 | -0,25 |
| Euribor 12m | -0,10 | -0,10 | -0,05 | 0,00 |
| Prinos na njemačku obveznicu 10-god. | 0,00 | 0,30 | 0,50 | 0,70 |

Na dan 11.7.2016.

Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Drugo ovogodišnje tromjesečje proteklo je u znaku referenduma u V. Britaniji te procjenama potencijalnih posljedica na globalna tržišta. Uslijed neizvjesnosti, rasta averzije prema riziku i stanja opreza u razdoblju očekivanja ishoda Brexita vodeće središnje banke odlučile su se za politiku promatranja (engl. *wait-and-see*). Početkom lipnja ESB na svom je redovitom zasjedanju zadržala referentnu kamatnu stopu na 0,00% (kamatnu stopu na depozite na negativnih 0,40% te graničnu kamatnu stopu na 0,25%). Istodobno nije bilo promjena u referentnim kamatnim stopama FOMC-a pri čemu je glavna čelnica J. Yellen naglasila kako je referendum u V. Britaniji bio važan čimbenik u odluci da zadrži kamatne stope stabilne. Potonje je potvrđeno i objavom zapisa sa sastanka Fed-a prema kojemu se može zaključiti kako je utjecaj Brexita značajan te je vjerojatna odgoda podizanja kamatnih stopa na sljedećem sastanku člника FOMC-a u srpnju.

Dana 23. lipnja dogodio se prijelaz u novu epohu Europske unije. Na ovaj dan, britanski kladioničari i financijska tržišta ostali su jednako iznenađeni. Odluka Britanaca pogodila je financijska tržišta i kratkotrajno izazvala značajne promjene u kretanju cijena valuta, ali i dioničkih tržišta te kretanja premije rizika na obveznicama. Međutim, bitno oslabljena britanska funta zorno odražava prisutnu neizvjesnost koja se može prelići i na ostala tržišta. Slučaj Brexit događaj je bez presedana stoga je i njegove posljedice teško odrediti. Posljedično, tržišni sudionici okrenuli su se najsigurnijoj imovini dok su rizičnije skupine imovine doživjele "rasprodaju". S ovim događajem srednjoročni gospodarski izgledi, naravno, ovise o budućnosti pravnog odnosa između V. Britanije i EU-27 jednom kada britansko članstvo prestane. U tom kontekstu i središnje banke svjesne su postojećih negativnih rizika. Stoga, kako bi se izbjeglo urušavanje na financijskim tržištima one djeluju ili deviznim intervencijama ili programima otkupa imovine. Jedno je sigurno, monetarna politika prilagodit će se novonastaloj okolini.

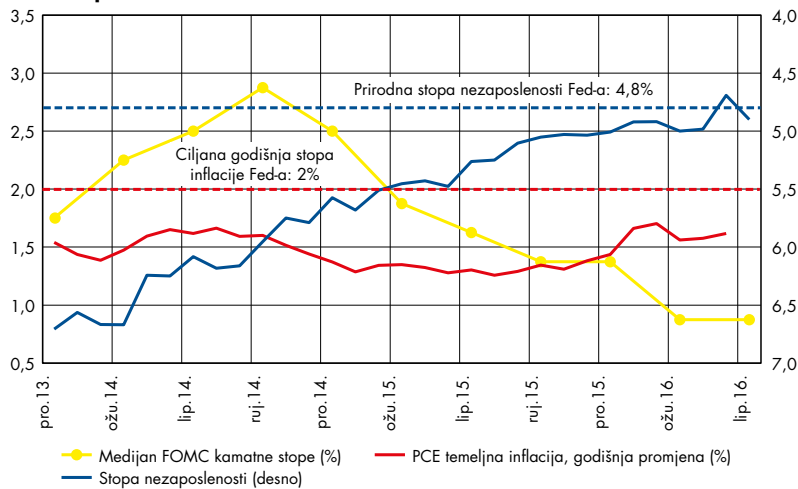
Iskustvo u posljednjih nekoliko godina implicira daljnju odgodu povećanja kamatnih stopa u SAD-u. Obzirom na ishod britanskog referenduma očekujemo kako se čelnici FOMC-a na svom zasjedanju ovaj mjesec neće odlučiti za intervenciju na međunarodnom financijskom tržištu kroz podizanje kamatnih stopa unatoč dobrim ekonomskim pokazateljima i pokazateljima s tržišta rada. Sljedeće podizanje referentnih kamatnjaka moguće je u rujnu iako je još vjerojatnije u prosincu, nakon što se situacija na tržištima smiri. U skladu s očekivanjima FOMC-a također predviđamo tri podizanja kamatnih stopa za 25 bb u sljedećoj godini.

U Europi iznimno ekspanzivna monetarna politika ESB-a nastavit će se do kraja 2017. ESB se obvezala otkupljivati 80 mlrd. eura obveznica do ožujka 2017. godine, kao dio politike kvantitativnog popuštanja (eng. QE). Nagli prestanak ne očekujemo. Nadalje, od lipnja je ESB započela s otkupom izabranih korporativnih obveznica u procijenjenom iznosu od 5–7 mlrd. eura mjesečno. U slučaju postojanih turbulencija na financijskim tržištima ESB neće oklijevati s nastavkom programa kupnje obveznica u vidu produljenja programa i/ili povećanja mjesečnog volumena. Ukoliko se ESB odluči na promjene u svom programu otkupa

obveznica to ne bi značajnije utjecalo na kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu. S druge strane, u scenariju daljnjeg rezanja referentnih kamatnih stopa promjene bi bile izraženije. Naime, već određeno vrijeme depozitna stopa ESB-a je najvažnije mjerilo za kretanje stope EURIBOR-a. Prema našem mišljenju, daljnje smanjenje stope depozita utjecat će na proporcionalno smanjenje stope EURIBOR-a na kraćem kraju krivulje prinosa. S obzirom da situacija oko Brexita jasno korelira s neizvjesnosti u bankarskom sektoru, stope EURIBOR-a dužih dospeljaca (npr. 12-mj. EURIBOR) se vjerojatno neće smanjivati srazmjerno. Sve u svemu, očekujemo kako će daljnje rezanje referentnih kamatnih stopa ESB-a dovesti do smanjenja stopa EURIBOR-a pri čemu će krivulja prinosa kamatnih stopa na tržištu novca postati strmija.

Ekonomski analitičar: Elizabeta Sabolek Resanović

Monetarna politika Fed-a



Izvori: Thomson Reuters, FRB, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Kamatne stope – dugoročna prognoza (SAD)

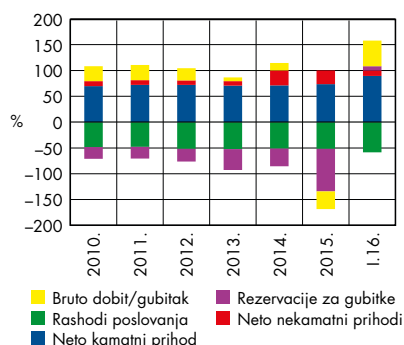
| | 1991. – 2005. kr | 2013. pr | 2013. kr | 2014. pr | 2014. kr | 2015. pr | 2015. kr | 2016.e pr | 2016.e kr | 2017.f pr | 2017.f kr | 2018.f pr | 2018.f kr |
|-------------------|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Fed kamatna stopa | 4,06 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,26 | 0,50 | 0,63 | 0,75 | 1,13 | 1,50 | 1,88 | 2,25 |
| Libor 1m | 4,22 | 0,19 | 0,17 | 0,16 | 0,17 | 0,20 | 0,43 | 0,58 | 0,65 | 1,03 | 1,40 | 1,83 | 2,25 |
| Libor 3m | 4,31 | 0,27 | 0,25 | 0,23 | 0,26 | 0,32 | 0,61 | 0,78 | 0,85 | 1,23 | 1,60 | 2,03 | 2,45 |
| Libor 6m | 4,41 | 0,41 | 0,35 | 0,33 | 0,36 | 0,49 | 0,85 | 1,03 | 1,15 | 1,50 | 1,85 | 2,28 | 2,70 |
| Libor 12m | 4,64 | 0,68 | 0,58 | 0,56 | 0,63 | 0,80 | 1,18 | 1,28 | 1,45 | 1,80 | 2,15 | 2,58 | 3,00 |
| 2-god. prinos | 4,67 | 0,30 | 0,36 | 0,45 | 0,63 | 0,67 | 1,04 | 1,05 | 1,10 | 1,45 | 1,80 | 2,10 | 2,40 |
| 5-god. prinos | 5,31 | 1,16 | 1,71 | 1,63 | 1,64 | 1,52 | 1,65 | 1,70 | 1,60 | 1,95 | 2,30 | 2,45 | 2,60 |
| 10-god. prinos | 5,75 | 2,34 | 3,01 | 2,53 | 2,18 | 2,13 | 2,28 | 2,25 | 2,10 | 2,50 | 2,90 | 2,95 | 3,00 |

Izvori: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Jednokratni rast profitabilnosti u prvom tromjesečju

- Pozitivan povratni utjecaj konverzije na rizičnost kredita
- Nastavak razduživanja banaka prema inozemstvu
- Smanjeno učesće neprihodujućih u ukupnim kreditima

Struktura rezultata poslovanja banaka, u % od ukupnog prihoda*

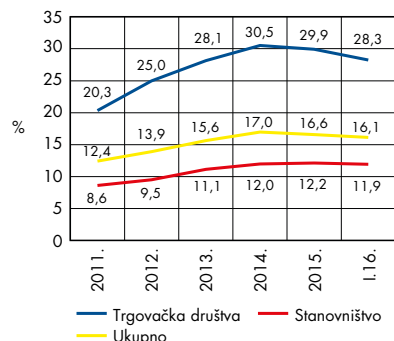


Legenda:

- formiranje ukupnog prihoda (između 0% i 100%)
- raspodjela ukupnog prihoda osim dobiti (ispod 0%)
- učešća dobiti u ukupnom prihodu (iznad 100%)

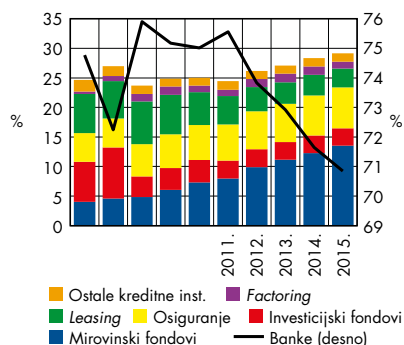
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim (NPL ratio), kr u %



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Hrvatski financijski sektor, struktura



Izvori: HNB, HANFA, Raiffeisen istraživanja

Uslijed provođenja propisanog postupka konverzije kredita iz CHF u EUR u posljednjem tromjesečju 2015. bankarski je sektor ostvario gubitak u poslovanju za 2015. s osnove otpisa dijela potraživanja od klijenata. Otpis dijela kredita odrazio se na umanjene osnovice za obračun rezervacija za gubitke, kako portfeljnih za prihodujuće kredite tako i posebnih za one neprihodujuće. Uslijed obračuna troška rezervacija po umanjnim osnovicama u prvom tromjesečju ove godine provedeno je oslobađanje viška rezervacija na konvertiranom kreditnom portfelju. Stoga je umjesto uobičajeno negativnog ostvaren pozitivan doprinos rezervacija na rezultat razdoblja te je ostvarena dobit banaka u prvom tromjesečju značajno viša u odnosu na ostvarenja iz prethodnih godina. Pozitivan utjecaj troška rezervacija na rezultat poslovanja je jednokratni i vezan je uz prethodno provedeni postupak konverzije CHF kredita. Do kraja godine ne očekujemo izvanredne utjecaje na poslovanje banaka, a time ni neobičajene doprinose troška rezervacija na rezultate poslovanja, ni pozitivne ni negativne.

Učinci konverzije imali su pozitivan utjecaj na portfelj neprihodujućih kredita. Smanjenje ukupnog iznosa duga klijenata na konvertiranim kreditima umanjilo je ukupan iznos neprihodujućih kredita. Smanjenje potraživanja banaka od klijenata uz zadržavanje vrijednosti kolaterala na istoj razini dovelo je do povećanja pokrivača kolateralom, ponajprije na hipotekarnim kreditima. Stoga je uz smanjenje ukupnog omjera neprihodujućih kredita sa 17,1% iz 3. tromjesečja 2015. na 16,1% u 1. tromjesečju 2016. također povećan koeficijent pokrivača neprihodujućih kredita ispravnima vrijednosti s 54,4% na 58,4% u istom razdoblju. Zbog očekivanog oporavka gospodarstva i rasta realnih primitaka stanovništva u nastavku godine trebale bi se zadržati pozitivne tendencije iskazane kroz pad omjera neprihodujućih kredita i rast pokrivača formiranim ispravnima vrijednosti.

Smanjenju omjera neprihodujućih kredita u nastavku godine moglo bi pomoći oživljavanje kreditne aktivnosti banaka. Uvjet za povećanje kreditiranja je povećanje atraktivnosti ponude kredita domaćih banaka u usporedbi s ponudom inozemne konkurencije. Naime, pod utjecajem mjera ekspanzivne monetarne politike na dominantnom tržištu u okruženju (europodručje) ponuda kredita iz inozemstva je u prethodnim godinama bila cjenovno atraktivnija od ponude banaka u zemlji. U tom razdoblju kod ponude domaćih banaka prevladavali su krediti indeksirani uz euro proizašli iz strukture izvora financiranja obilježenih visokim stupnjem euroizacije domaćih depozita. Razlike u cijeni ponude koristila su domaća poduzeća koja su se razduživala kod domaćih banaka, a zaduživala u inozemstvu. No, u 2016. povećala se potražnja za kreditima u domaćoj valuti, a HNB je mjerama strukturnih operacija počeo povećavati srednjoročnu ponudu kunskih izvora po konkurentnim cijenama. Stoga očekujemo promjenu trenda u kreditiranju poduzeća, koja bi u nastavku godine trebala pojačano koristiti kunske kredite u domaćim bankama. Kao posljedica očekivanog rasta kreditiranja srednjoročna tendencija razduživanja banaka prema inozemstvu trebala bi se okončati. Tim više što je potencijal banaka za daljnje razduživanje već iscrpljen.

Anton Starčević, savjetnik predsjednika Uprave

Negativno raspoloženje na dioničkim tržištima

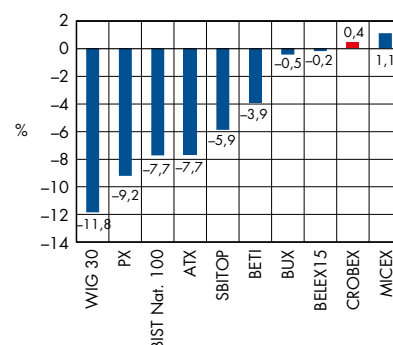
- Regionalni dionički indeksi u drugom tromjesečju uglavnom u minusu
- Indeksi Zagrebačke burze u blagom plusu
- Snažan rast dionice ĐĐ Holdinga zahvaljujući novim ugovorima

U drugom tromjesečju dionički su indeksi regije SIE zabilježili uglavnom negativne povrate, a tek su MICEX i CROBEX tromjesečje zaključili u minimalnom plusu. Općenito gledano, razlog lošijeg raspoloženja na regionalnim dioničkim tržištima bili su usporavanje rasta kineskog gospodarstva, špekulacije o dinamici podizanja kamatnih stopa u SAD-u te nesigurnost uoči kao i rezultat referenduma o izlasku Velike Britanije iz EU-a. Osim navedenih faktora na poljsko dioničko tržište utjecali su nepovoljni lokalni čimbenici, odnosno politička nesigurnost pa je tako WIG 30 unatoč dobrim makroekonomskim podacima zabilježio najveći pad među regionalnim indeksima. Značajan gubitak imao je i češki indeks PX, zbog pada cijena dionica kompanija iz financijskog sektora. Ruski MICEX ostvario je najviši povrat među regionalnim indeksima u drugom tromjesečju zahvaljujući poboljšanoj sentimenta i rastu cijena nafte.

Hrvatsko dioničko tržište se uspjelo oduprijeti negativnim kretanjima te je CROBEX stagnirao s plusom od 0,4%. Dijelom je to posljedica rezerviranosti i opreza investitora zbog neizvjesnosti oko političke situacije, ali i relativno malog utjecaja Brexita na domaće tržište. U skladu s navedenim, redovni promet na Zagrebačkoj burzi bili su niži nego u prvom tromjesečju, u prosjeku tek 5,6 mil. kuna dnevno, što je daleko manje nego u istom razdoblju 2015., kada je dnevni prosjek iznosio 8,4 mil. kuna. S druge strane, blok promet su bili vrlo visoki, pa je ukupni ostvareni promet zapravo porastao u odnosu na prvo tromjesečje, uglavnom zbog prodaje državnog udjela u Končar EI od 20,5% u lipnju. Najviše se trgovalo dionicom Hrvatskog Telekom, ukupno 77 mil. kuna, s udjelom u ukupnom prometu od 22%. Većina sastavnica CROBEX-a također je ostvarila tek minimalne pomake, a rastom su prednjačile dionice Đuro Đaković Holdinga i Dalekovoda zahvaljujući novim sklopljenim ugovorima. Na začelju ljestvice se našla dionica Kraša. Među dionicama s najvećim minusom bio je i Ericsson NT, zbog pada cijene nakon isteka prava na dividendu. Gledano po sektoru, najveći rast vrijednosti ostvarile su dionice kompanija iz industrijskog i građevinskog sektora, a najveći pad dionice kompanija iz prehrambenog sektora. Ukupna tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi na kraju drugog tromjesečja iznosila je 120,3 mlrd. kuna, što je pad od 1,9% u odnosu na kraj prvog tromjesečja.

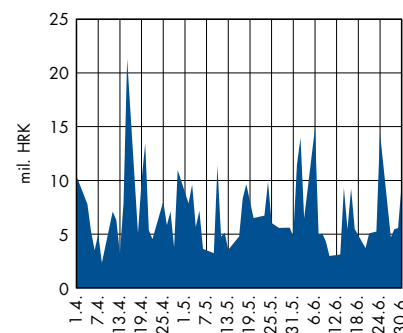
Financijski analitičari:
Ana Turudić i Nada Harambašić Nereau

Regionalni indeksi – prinosi u 2. tromjesečju 2016.*



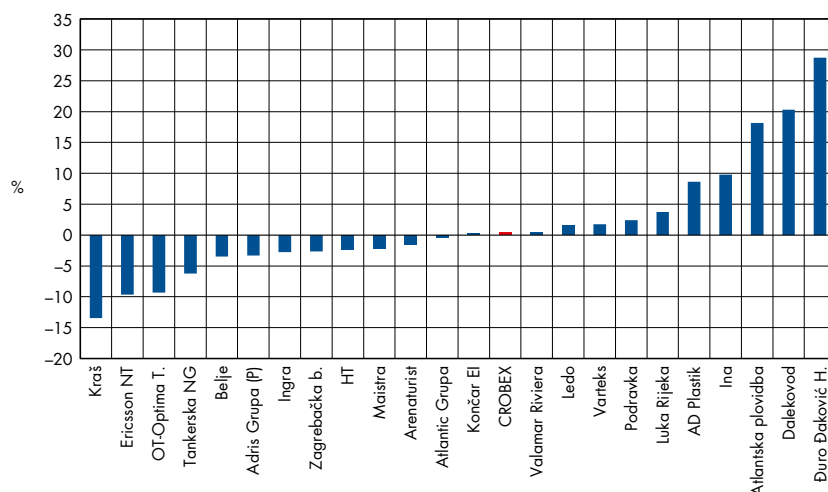
* u lokalnoj valuti na datum 30.6.2016. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Redovni promet



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati CROBEX sastavnica u drugom tromjesečju 2016. (dividende nisu uključene)*

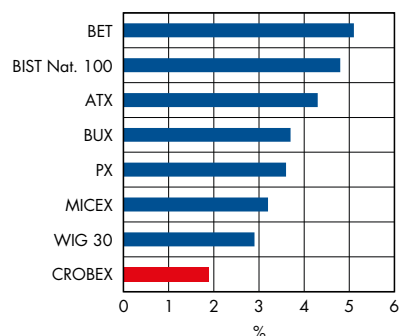


* povrati izračunati na datum 30.6.2016. (18:30 sati) Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Očekujemo nastavak opreznog trgovanja u trećem tromjesečju

- Visoka likvidnost sustava i povoljne makro prognoze idu u prilog dioničkim indeksima regije SIE
- Početak provedbe reformi mogao bi donijeti više optimizma i likvidnosti na Zagrebačkoj burzi

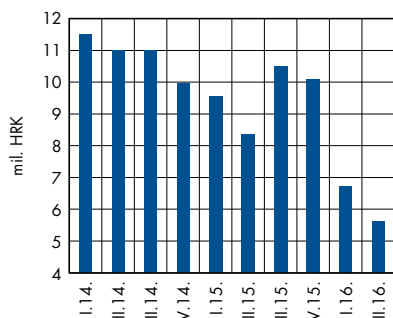
Dugoročne očekivane stope rasta zarada



Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI

U trećem tromjesečju na regionalnim tržištima očekujemo nastavak pozitivnog utjecaja ekspanzivne monetarne politike na dionička tržišta regije SIE, kojima u prilog idu i dobri makroekonomski podaci kao i rastuće cijene nafte. U obzir treba uzeti i Brexit, ali s obzirom na dvogodišnje prijelazno razdoblje u kratkom roku ne očekujemo značajniji utjecaj. Ipak, politička nesigurnost i eventualni referendum o izlasku iz EU-a u drugim državama članicama mogli bi imati značajne negativne učinke na dionička tržišta. Dakle, optimistični smo kada govorimo o trećem tromjesečju, ali i oprezni oko kretanja na regionalnim burzama u sljedećih godinu dana. Prema očekivanom P/E omjeru za 2016.e (6,8x)¹ relativno je najpovoljnije vrednovan ruski indeks MICEX, a s obzirom na očekivani rast cijene nafte MICEX je ujedno indeks s najvećim očekivanim rastom do kraja godine u promatranoj regiji. Solidan rast očekujemo i za češki indeks PX, na krilima vrlo dobrih makroekonomskih podataka te relativno povoljnog vrednovanja (2016.e: 10,7x). Također, indeks PX ima najviši očekivani dividendni prinos među regionalnim indeksima (6,2% u 2016.e).

Prosječni redovni dnevni dionički promet na Zagrebačkoj burzi

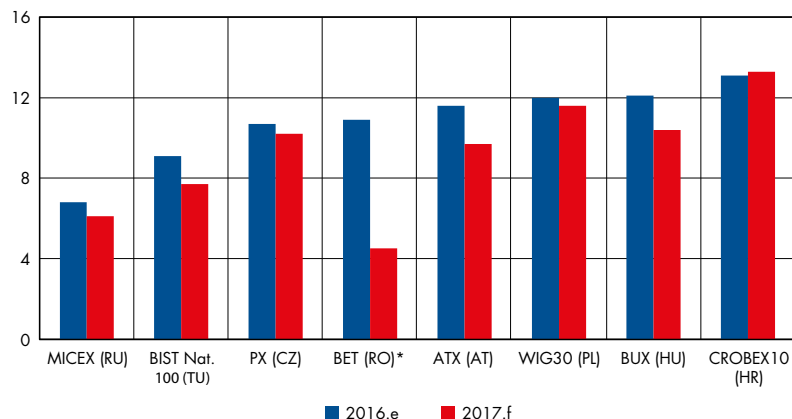


Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Već duže vrijeme niska likvidnost dionica predstavlja ograničenje rasta vrijednosti dioničkih indeksa na Zagrebačkoj burzi. Imajući u vidu nastavak pada redovnih prometa u drugom tromjesečju te tradicionalno nisku aktivnost u ljetnim mjesecima, očekujemo nastavak malih promjena vrijednosti dioničkih indeksa te fokus investitora na vijesti i dionice iz turističkog sektora. Osim toga, u fokusu će svakako biti i politička neizvjesnost u vezi s izvanrednim parlamentarnim izborima predviđenima za rujna. Prema procjenama Raiffeisen RESEARCH¹, CROBEX10 i dalje ima najviši očekivani P/E omjer za 2016.e među regionalnim indeksima (13,1x) kao i nisku dugoročnu očekivanu stopu rasta zarada sastavnica (1,9%). Poticaj rastu generalnih dioničkih indeksa Zagrebačke burze mogao bi doći od očekivano dobre turističke sezone, ali za konkretnije pomake trebat ćemo pričekati jesen nakon izbora odnosno konačni početak provedbe reformi.

Financijski analitičari: Ana Turudić i Nada Harambašić Nereau

P/E indeksa u regiji



* BET bez Fondul Proprietatea

Izvori: Thomson Reuters, IBES, Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH/RBI

¹ Raiffeisen RESEARCH, Central & Eastern European Strategy 3rd quarter 2016, <https://www.rba.hr/documents/10279/556105/Central+and+Eastern+European+Strategy+Q3+2016/c40e42b8-9572-467c-a8ea-81129c85137b>

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomska istraživanja

mr. sc. Zrinka Živković Matijević, direktorica; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr
 Elizabeta Sabolek Resanović, ekonomski analitičar; tel.: 01/46 95 099, e-adresa: elizabeta.sabolek-resanovic@rba.hr
 Tomislava Ujević, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 606, e-adresa: tomislava.ujevic@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 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr

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

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

Robert Mamić, izvršni direktor; tel.: 01/46 95 076, e-adresa: robert.mamic@rba.hr

Urednik

mr. sc. Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih istraživanja

Kratice

| | | |
|--|---|--|
| I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje | Eurostat – Statistički ured Europske unije | kr – kraj razdoblja |
| bb – bazni bod | f – prognoza (<i>forecast</i>) | LIBOR – <i>London Interbank Offered Rates</i> |
| BDP – bruto domaći proizvod | Fed – <i>Federal Reserve System</i> | m – mjesec |
| BoE – <i>Bank of England</i> | FOMC – <i>The Federal Open Market Committee</i> | MF – Ministarstvo financija |
| CDS – <i>Credit Default Swap</i> | FRB – <i>The Federal Reserve Board</i> | mil. – milijun |
| CHF – švicarski franak | GBP – britanska funta | mlrd. – milijarda |
| CIS – Zajednica neovisnih država | god. – godina | PCE – <i>Personal consumption expenditures</i> |
| CPI – <i>Consumer Price Index</i> | HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga | PDV – porez na dodanu vrijednost |
| DZS – Državni zavod za statistiku | HNB – Hrvatska narodna banka | pr – prosjek razdoblja |
| e – procjena (<i>estimate</i>) | HRK – kuna | RBA – <i>Raiffeisen Bank</i> |
| ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa | HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje | SAD – Sjedinjene Američke Države |
| ESB – Europska središnja banka | IBES – <i>Institutional Brokers' Estimate System</i> | SE – zemlje Srednje Europe |
| EU – Europska unija | IE – zemlje Istočne Europe | SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe |
| EUR – euro | ILO – <i>International Labour Organisation</i> | SNB – <i>Swiss National Bank</i> |
| EURIBOR – <i>Euro Interbank Offered Rate</i> | JIE – zemlje Južne i Istočne Europe | USD – američki dolar |
| | | ZIBOR – <i>Zagreb Interbank Offered Rates</i> |

Grafička priprema

SIBI obrt; OIB: 62606715155; I.B. Mažuranić 70, 10090 Zagreb

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. srpnja 2016.

Publikacija odobrena od strane urednika: 19.7.2016. godine u 10:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 19.7. 2016. godine u 10:05 sati

ISSN 1332-9391

Izjava o odricanju odgovornosti

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.

Ekonomski istraživanja i Financijsko savjetovanje su organizacijske jedinice RBA.

Nadzorno tijelo: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Miramarska 24b, 10000 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 osobnu preporuku glede kupovanja, držanja ili prodaje vrijednosnih papira, 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 pouzdanima, 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. Za izradu ove publikacije značajni su bili sljedeći materijalni izvori: Državni zavod za statistiku, Hrvatska narodna banka, Vlada Republike Hrvatske, Hrvatski zavod za zapošljavanje, Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, Ministarstvo financija, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Zagrebačka burza, Ekonomski institut, Bloomberg, Eurostat, The Vienna Institute for International Economic Studies i ostali izvori izričito navedeni u analizi.

RBA zadržava pravo ne ažurirati informacije iznesene u ovoj publikaciji ili ih potpuno ukinuti. Objava ažurirane analize, ako je i bude, ostaje diskrecijska odluka analitičara i RBA. U slučaju izmjena ili ukidanja informacija iznesenih u ovoj publikaciji, RBA će obavijest o izmjenama ili ukidanju kao i razloge koji su doveli do izmjena ili ukidanja publikacije objaviti na isti način kao i ovu publikaciju uz jasno upućivanje da se izmjene ili ukidanje odnosi na ovu publikaciju.

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.

Cijene vrijednosnih papira koje se navode u ovoj publikaciji su zadnje cijene dostupne u 16:30 CET na dan koji prethodi ovoj publikaciji, osim ako u samoj publikaciji nije drugačije navedeno.

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 moraju nužno implicirati 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. 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 osobnu 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. Ulagateljima se savjetuje da stupe u kontakt s ovlaštenim investicijskim savjetnikom za pojedinačna objašnjenja i savjete.

RBA, Raiffeisen Bank International AG ("RBI"), te bilo koje s njima 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 vrednovanja financijskih instrumenata samostalno i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") te Raiffeisen Zentralbank AG, Austria ("RZB") pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA. Analize se mogu odnositi na jednog izdavatelja ili više njih, te na financijske instrumente u njihovom izdanju.

Jedinstveni kriteriji za izdavanje preporuka i klasifikaciju rizika za dioničko tržište definirani su na način:

"Kupiti"/(Buy): za dionice koje imaju očekivani ukupni povrat od najmanje 15% (20% za dionice s visokim rizikom volatilnosti/ 10% za dionice s niskim rizikom volatilnosti) i predstavljaju najatraktivnije dionice među svim našim dionicama koje analiziramo i vrednujemo za razdoblje od sljedećih 12 mjeseci.

"Držati"/(Hold): za dionice za koje očekujemo pozitivni povrat do 15% (do 20% za dionice s visokim rizikom volatilnosti/ do 10% za dionice s niskim rizikom volatilnosti) u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Smanjiti"/(Reduce): za dionice za koje očekujemo negativni povrat do -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Prodati"/(Sell): za dionice za koje očekujemo negativni povrat od preko -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

Ciljane cijene se temelje na izračunatoj fer vrijednosti dobivenoj pomoću metode usporednog vrednovanja ("peer" analize) i/ili metodom diskontiranog novčanog tijeka (DCF metodom). Detaljna pojašnjenja korištenih metodologija dostupna su na: <https://www.rcb.at/en/the-bank/business-segments/cr/conceptand-methods/>

Prilikom objave analize, preporuka je određena koristeći gore definirane raspone. Privremena odstupanja od gore navedenih raspona ne dovode do automatske promjene preporuke nego će preporuka biti stavljena u razmatranje.

Mišljenja glede kretanja kamatnih stopa na tržištu novca Republike Hrvatske i kretanja cijena državnih obveznica izdanih u Republici Hrvatskoj temelje se na analizi kretanja tržišnih pokazatelja.

Ova publikacija nije ponuda ili osobna preporuka za kupnju ili prodaju financijskog instrumenta. Informacije iznesene ovdje ne sačinjavaju potpunu analizu svih materijalnih činjenica vezanih za izdavatelja, industriju ili financijski instrument. Ova publikacija može sadržavati očekivanja i izjave u pogledu budućeg razdoblja što uključuje rizike i neizvjesnosti, ali time ne jamči ostvarivanje budućih rezultata u bilo kojem pogledu koje su sukladno tome podložne promjenama. U skladu s tim, nijedno jamstvo ili tvrdnja, iskazana ili implicirana, nisu stvarni i ne treba se oslanjati na pravičnost, točnost, cjelovitost ili ispravnost informacija i mišljenja iznesenih u ovoj publikaciji.

Pregled Raiffeisen preporuka:

| | Kupiti | Držati | Smanjiti | Prodati | Ukinuto | Pod razmatranjem |
|-----------------------------|--------|--------|----------|---------|---------|------------------|
| Broj preporuka | 2 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % svih preporuka | 29% | 72% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| Usluge invest. bankarstva | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % svih usl. invest. bankar. | 0% | 29% | 0% | 0% | 0% | 0% |

Popis povijesnih preporuka za dionička tržišta, kamatne stope tržišta novca RH, hrvatske obveznice izdane na lokalnom tržištu i ostale preporuke dostupan je na linku: <http://www.rba.hr/istrazivanja/povijest-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 drže ili trguju financijskim instrumentima u iznosima koji premašuju 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja 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.

RBA je dio grupacije RBI. RBI je poslovna investicijska banka i ima sjedište u Austriji. Već 25 godina RBI djeluje u Srednjoj i Istočnoj Europi (SIE regiji) gdje ima mrežu banaka podružnica, leasing društava i brojnih drugih društava koja pružaju financijske usluge na 17 tržišta. Kao rezultat ovog položaja u Austriji i SIE regiji, RBI je uspostavio odnose i proširio ih u nekim slučajevima s kompanijama u sljedećim sektorima: nafta&plin, tehnologije, energija, nekretnine, telekomunikacije, financijske usluge, osnovni materijali, ciklični i ne-ciklični potrošački proizvodi, briga o zdravlju i industrija. RBI i/ili njegova povezana društva provodili su transakcije u vezi s proizvodima i uslugama (uključujući, ali ne isključivo, usluge investicijskog bankarstva) s izdavateljem iz analize, u proteklih 12 mjeseci. RBI i povezana društva uspostavili su organizacijske mjere koje su potrebne s pravnog stajališta i stajališta nadzora, a čije poštivanje prati Sukladnost (Compliance). 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 RBI, RBA, RCB, RZB 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.

Potencijalni sukobi interesa navedeni niže primjenjuju se u slučaju vrijednosnih papira navedenih u analizi ako su pripadajući redni brojevi navedeni na kraju odlomka:

1. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje više od 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja.
2. Izdavatelj posjeduje više od 5% udjela u temeljnom kapitalu RBA ili bilo kojem povezanom društvu.
3. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije ima značajne financijske interese u odnosu na izdavatelja.
4. RBA ili bilo koje povezano društvo djeluje kao održavatelj tržišta (ili specijalist) ili drugi održavatelj likvidnosti za vrijednosne papire izdavatelja, kada je to primjenjivo.
5. RBA ili bilo koje povezano društvo je bilo tijekom prethodnih dvanaest mjeseci glavni voditelj ili suvoditelj postupka bilo koje objavljene ponude vrijednosnih papira izdavatelja u smislu usluge provedbe ponude odnosno prodaje vrijednosnih papira izdavatelja sa i bez obveze otkupa, kada je to primjenjivo.
6. RBA ili bilo koje povezano društvo je u bilo kojem drugom sporazumu s izdavateljem koji se odnosi na pružanje usluga investicijskog bankarstva, osim ako bi to značilo objavljivanje povjerljivih poslovnih informacija i da je sporazum bio na snazi prethodnih dvanaest mjeseci ili je tijekom istog razdoblja doveo do plaćanja naknade ili obećanja da će naknada biti plaćena, kada je to primjenjivo.
7. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je stranka sporazuma s izdavateljem koji se odnosi na izradu preporuke, kada je to primjenjivo.
8. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje vrijednosne papire izdavatelja koje je analizirao.
9. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je u Nadzornom odboru/Odboru direktora izdavatelja čije je poslovanje analizirao.
10. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je primio ili stekao vrijednosni papir izdavatelja prije javne ponude izdanja. U tom slučaju zahtijeva se pred-odobrenje transakcije s istaknutim datumom i kupovnom ili prodajnom cijenom.
11. Kompenzacija analitičara ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je povezana s davanjem usluga investicijskih usluga od strane RBA ili bilo kojeg povezanog društva.

Primjenjive napomene: Napomena br. 3, 4 i 5.

Portfelji analitičara i drugih fizičkih osoba koji su sudjelovali u izradi ove analize dostupni su na: <http://www.rba.hr/istrazivanja/portfelj-rba-analiticara>

Izjava analitičara: Financijska naknada autoru analize nije i neće biti povezana, izravno ili posredno, s preporukama ili stajalištima iznesenim u ovoj publikaciji niti ista ovisi o provedenim transakcijama.

Zaposlenik RBA koji nije sudjelovao u izradi, ali koji je imao pristup ovoj publikaciji prije njezine distribucije, nema značajan financijski interes u jednom ili više financijskih instrumenata izdavatelja koji su predmetom publikacije. Zaposlenik RBA koji nije sudjelovao u izradi, ali koji je imao pristup publikaciji prije njezine distribucije, nije u sukobu interesa u vezi s izdavateljem koji je predmetom publikacije.

RBA ima odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga ("HANFA") 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.