

# RBA Analize

broj 64  
siječanj 2017.

ZET  
USPINJAČA

## 2017. – godina prilika

- Rast se nastavlja
- ... u uvjetima visoke likvidnosti i niskih kamatnih stopa
- Povratak inflacije
- U iščekivanju dinamične godine s akvizicijama

© Photo: Shutterstock Images  
Copyright: DeymosHR

[www.rba.hr](http://www.rba.hr)



**Raiffeisen**  
**ISTRAŽIVANJA**

## Sadržaj

### Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja .....	3
Usporedne tablice .....	4

### Uvod

2017. – godina prilika koje bi trebalo iskoristiti .....	5
--	---

### Realni sektor, odnosi s inozemstvom

Rast na krilima domaće potražnje .....	6
--	---

### Fiskalna politika

Prevelika očekivanja od porezne reforme? .....	9
--	---

### Tržište duga

Godina velikih dospelja .....	11
-------------------------------	----

### Tečaj, monetarna politika i inflacija

Snažnija kuna uz podršku poboljšanih fundamenata .....	13
--	----

### Politike središnjih banaka

Divergentni potezi vodećih središnjih banaka .....	14
--	----

### Financijski sustav

Strukturne promjene potražnje potiču rast kreditiranja .....	15
--	----

### Fokus tema: Mala i srednja poduzeća

Oporavak malih i srednjih poduzeća se nastavlja .....	16
---	----

### Tržište dionica

Dobra godina za indeks CROBEX .....	20
Optimistična očekivanja i hrabre najave .....	21

## Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.e	2017.f	2018.f
<b>BDP i proizvodnja</b>									
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,5	1,6	2,7	2,8	2,8
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	45.022	44.737	43.959	43.516	43.002	43.870	45.304	47.334	49.601
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.479	10.451	10.301	10.225	10.146	10.436	10.776	11.267	11.810
Trgovina na malo, % promjena, realno	-2,1	0,6	-4,1	-0,6	0,4	2,4	3,9	4,0	3,0
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	-1,4	-1,2	-5,5	-1,8	1,2	2,6	3,7	4,2	3,8
<b>Cijene, nezaposlenost i proračun</b>									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,5	2,5
%, prosjek	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,3	2,2
Proizvođačke cijene <sup>1</sup> , %, kraj razdoblja	5,7	5,8	6,9	-2,6	-3,4	-4,4	-0,1	1,5	2,5
%, prosjek	4,3	6,4	7,0	0,5	-2,7	-3,9	-4,1	0,5	2,4
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	17,4	18,0	19,1	20,3	19,7	17,0	15,0	14,2	13,7
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	11,6	13,7	15,9	17,4	17,3	16,3	13,6	12,5	11,2
Prosječna neto plaća, u HRK	5.343	5.441	5.478	5.515	5.534	5.594	5.670	5.812	5.916
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-6,2	-7,8	-5,3	-5,3	-5,4	-3,3	-2,4	-2,9	-2,8
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	191,3	216,7	233,6	270,9	284,2	289,6	291,0	300,8	308,8
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	58,3	65,2	70,7	82,2	86,6	86,7	85,3	84,5	82,9
<b>Bilanca plaćanja i dug</b>									
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	17.007	18.110	18.316	18.765	19.982	21.951	23.182	24.308	25.530
% promjena	9,2	6,5	1,1	2,5	6,5	9,9	5,6	4,9	5,0
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	17.158	18.297	18.097	18.573	19.114	20.717	21.680	22.767	23.820
% promjena	-0,5	6,6	-1,1	2,6	2,9	8,4	4,6	5,0	4,6
Tekući račun platne bilance, % BDP-a <sup>2</sup>	-1,1	-0,7	-0,1	1,0	2,1	5,1	3,1	2,5	2,2
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	13.707	13.200	13.500	13.550
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	7,5	7,3	7,5	8,3	8,0	7,9	7,5	7,0	7,0
Izravne inozemne investicije, mil. EUR <sup>3</sup>	1.066	1.018	1.145	728	2.281	187	1.000	1.300	1.800
Noćenja turista, % promjena	2,6	7,0	4,0	3,3	2,6	7,7	8,7	4,0	3,0
Inozemni dug, mlrd. EUR	46,9	46,4	45,3	45,8	46,4	45,4	43,7	44,5	45,4
Inozemni dug, kao % BDP-a <sup>2</sup>	104,2	103,7	103,0	105,3	107,9	103,4	96,5	94,0	91,5
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga <sup>2</sup>	275,8	256,2	247,3	244,1	232,3	206,8	188,5	183,1	177,8
<b>Financijski pokazatelji</b>									
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,57	5,82	5,73	5,55	6,30	6,99	7,17	7,19	6,57
pr, USD/HRK	5,50	5,34	5,85	5,71	5,75	6,86	6,80	7,30	6,89
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,39	7,53	7,55	7,64	7,66	7,64	7,56	7,55	7,55
pr, EUR/HRK	7,29	7,43	7,52	7,57	7,63	7,61	7,53	7,52	7,51
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	48,0	51,5	51,9	57,9	63,4	70,7	79,5	82,7	86,2
% promjena	1,7	7,3	0,9	11,5	9,6	11,4	12,5	4,0	4,3
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	232,8	246,0	254,7	264,9	273,3	287,4	301,3	312,8	320,9
% promjena	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,1	4,8	3,8	2,6
Plasmani, mlrd. HRK, kr	245,6	257,4	242,1	240,8	237,0	230,0	220,8	217,5	220,8
% promjena	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-2,9	-4,0	-1,5	1,5
ZIBOR 3m, %, pr	2,4	3,2	3,4	1,5	1,0	1,2	0,9	0,9	1,1
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	4,0	3,9	3,9	2,5	1,9	1,5	1,0	0,8	1,1

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



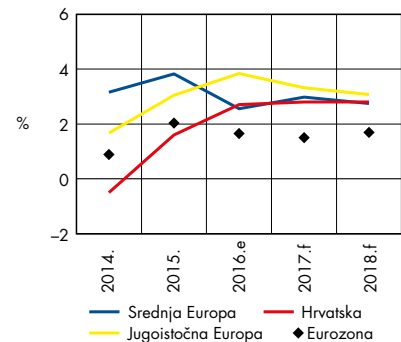
## 2017. – godina prilika koje bi trebalo iskoristiti

Ekonomski rast u 2016. zasigurno je nadmašio očekivanja i onih najoptimističnijih. Hrvatska je konačno uhvatila dinamiku oporavka Srednje i Istočne Europe s dobrim izgledima da se nastavi i tijekom 2017. Poticaj rastu dolazit će najviše od domaće potražnje, primarno osobne potrošnje i investicija, kako javnih tako i privatnih. Obje komponente BDP-a osjetit će pozitivne utjecaje porezne reforme koja je prošla parlamentarnu proceduru u posljednjem tromjesečju 2016. Cilj je bio stvoriti stabilan, jednostavan i održiv porezni sustav uz istovremeno porezno rasterećenje poduzetnika i kućanstava. Osim smanjenja poreznog opterećenja pozitivan utjecaj trebao bi se osjetiti i kroz rast potencijalnog BDP-a. Trošak porezne reforme u obliku smanjenja proračunskih prihoda trebao bi se nadoknaditi kroz veću potrošnju i investicije. Smanjenjem poreza na dohodak, unatoč ukidanju određenih olakšica, potpiruje se optimizam potrošača, dok se smanjenjem poreznog opterećenja poduzetnicima povećava konkurentnost. Uz potisnutu inflaciju i očekivanja da će i 2017. donijeti uspješnu turističku sezonu, izgledno je da će osobna potrošnja nastaviti s dinamikom rasta kakvu smo bilježili i u 2016. Važnost turizma ogleda se u strukturi smještajnih kapaciteta, gdje je udio privatnog smještaja kućanstava značajan. Prema našim očekivanjima turizam će i dalje generirati investicije. U uvjetima početka pozitivnog poslovnog ciklusa investicije zamašnjak dobivaju i uspješnijim korištenjem sredstava EU fondova. To se odnosi i na privatne i na javne investicije. Očekivano jačanje domaće potražnje te razmjerno snažan rast izvoza usluga (primarno turizma) za sobom povlače snažniji rast uvoza roba. Stoga očekujemo blago negativan učinak neto inozemne potražnje. Time ponovno dolaze do izražaja niska konkurentnost hrvatskog realnog sektora (industrije) te posljedično visoka uvozna ovisnost. Naime, unatoč pozitivnim promjenama i činjenici da su se hrvatska poduzeća (osobito srednja i mala) okrenula inozemnim tržištima, izvoz roba i njegova važnost u Hrvatskoj ostaju mali i nedovoljni da budu pokretači rasta. Štoviše, on jasno naglašava probleme lokalnog tržišta. Problemi su uglavnom strukturne naravi, poput skupe i neučinkovite javne administracije, koja uz prečesto mijenjanje propisa koči funkcioniranje tržišnog gospodarstva. Uz jačanje vladavine prava, rješavanje problema u velikim javnim sustavima (zdravstvo, školstvo i socijala) trebali bi biti ključni potezi Vlade u prvoj godini mandata. U uvjetima bitno poboljšanih fiskalnih pokazatelja Vlada u 2017. ima šansu učiniti rast stabilnim i održivim. I dok prihodna strana proračuna za razdoblje 2017. – 2019. ulijeva povjerenje, još jednom je propuštena prilika za smanjivanje i strukturne promjene na rashodnoj strani. Naime, značajni pritisci različitih korisnika državnog proračuna pojačavaju rizik od daljnjeg rasta rashoda, ali i odgode potrebnih mjera. Stoga u usporedbi s Vladinim prognozama naša procjena manjka u državnoj blagajni ostaje konzervativnija, ali ipak dovoljna za ostvarivanje primarnog suficita i polagano smanjenje javnog duga.

Godina 2017. je vjerojatno posljednja godina sa sniženim kamatnim stopama na europskom tržištu. Gotovo je sigurno da će u uvjetima potisnute inflacije i skromnih stopa opravka ESB, ali i HNB nastaviti s ekspanzivnom monetarnom politikom. Izlazna strategija ostaje lagana nepoznanica, a njezin početak očekuje se najkasnije u 2018. Tada bi trebalo doći do rasta troškova financiranja, a pogođene će biti države s najlošijim fundamentima koje nisu iskoristile razdoblje obilja likvidnosti i niskih kamatnih stopa za prilagodbu i pozitivne promjene.

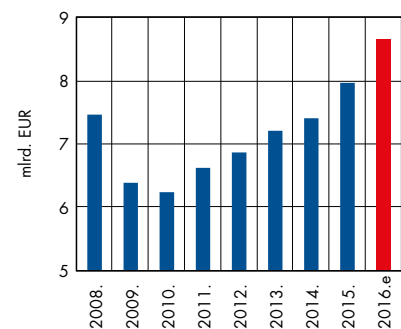
Zrinka Živković Matijević

### Realne stope rasta BDP-a



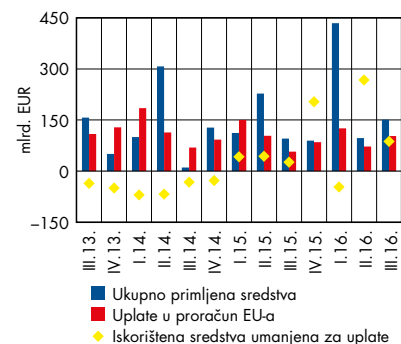
Izvori: Eurostat, Raiffeisen RESEARCH/RBI

### Prihodi od turizma



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Transakcije s proračunom EU-a

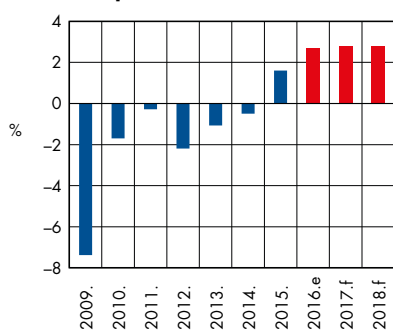


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Rast na krilima domaće potražnje

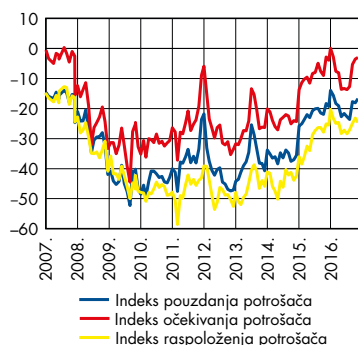
- Osobna potrošnja i investicije nastavljaju s rastom
- Visoka uvozna ovisnost umanjuje pozitivne učinke izvoza roba i usluga

### Realne stope rasta BDP-a



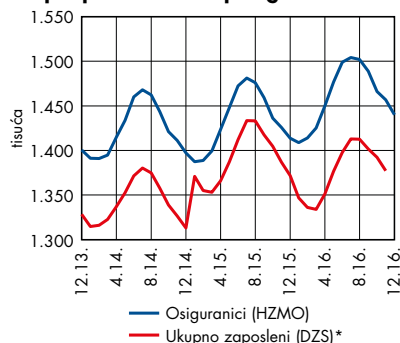
Izvori: Eurostat, Raiffeisen RESEARCH/RBI

### Indeksi pouzdanja, očekivanja i raspoloženja potrošača



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Broj zaposlenih i broj osiguranika



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

Nakon iznadočekivanog rasta bruto domaćeg proizvoda u razdoblju od siječnja do rujna prvi visokofrekventni pokazatelji upućuju na nastavak rasta gospodarstva i u posljednjem tromjesečju 2016. godine. Stoga će prema našim očekivanjima realni godišnji rast u prošloj godini dosegnuti 2,7%. Solidna dinamika rasta osobne potrošnje uvelike se iščitava iz podataka o realnom prometu u trgovini na malo i rastućeg optimizma potrošača. Indeks pouzdanja, očekivanja i raspoloženja potrošača približio se razinama koje smo bilježili prije početka velike recesije, pri čemu se pozitivnija gledanja kućanstava zasigurno oslanjaju na dva ključna čimbenika: produljenje turističke sezone i poreznim izmjenama. Potonje je već u prvom mjesecu rezultiralo rasterećenjem dohotka, pa će poticaj osobnoj potrošnji i u 2017. dolaziti od razmjerno visokog rasta realnih plaća s obzirom na to da bi inflacija trebala ostati poprilično prigušena. Uz očekivano produljenje sezone, ali i njezine izvrsne rezultate, očekujemo da će najveća komponenta bruto domaćeg proizvoda, osobna potrošnja, imati zamjetno pozitivan utjecaj na BDP tijekom cijele 2017. I dok takav model podsjeća na pretkrizna razdoblja, valja napomenuti da je ciklus novog zaduživanja stanovništva još uvijek tek na počecima s obzirom na to da se potražnja za kreditima sporo oporavlja. Dugogodišnji ciklus razduživanja sektora stanovništva primakao se svojem kraju, ali bi 2017. mogla donijeti tek skromnu potražnju za kreditima. Stoga značajni rast osobne potrošnje na temelju zaduživanja ne treba očekivati. Naime, razina zaduženosti sektora stanovništva i dalje je visoka (35% BDP-a), a značajnije ograničenje (osobito za dugoročnije zaduživanje) ostaje slabo tržište rada. Trendovi na tržištu rada ne ohrabruju u pogledu broja kreditno sposobnih zajmoprimaca (zbog skromnog rasta zaposlenosti), a očekivani rast prosječne kreditne sposobnosti zajmoprimca (zbog rasta plaća) u trenutačnim uvjetima upućuje tek na blagi rast potražnje za kreditima u segmentu stanovništva.

Tržište rada naizgled ostvaruje poboljšanja. Prema našim očekivanjima međugodišnji rast zaposlenosti odnosno broja osiguranika pri HZMO-u po stopi od iznad 1,5% mogao bi se nastaviti i tijekom 2017. Istovremeno prosječna stopa anketne nezaposlenosti uz uobičajena sezonska kolebanja trebala bi s procijenjenih 13,6% pasti na 12,5%. Ipak, još uvijek nisu riješene poznate strukturne slabosti tržišta rada poput neusklađenosti ponude i potražnje za radnom snagom, niske razine zaposlenosti i aktivnosti. K tomu Hrvatska je suočena s ubrzanom emigracijom radno sposobnog stanovništva. Naravno, u slučaju nastavka navedenih trendova srednjoročno do dugoročno takva kretanja za sobom nose niz negativnih posljedica te umanjuju potencijale rasta.

Iako uz nešto usporeniju dinamiku, ohrabruje nastavak rasta bruto investicija u fiksni kapital i u drugoj polovici 2016. Investicije polako dobivaju zamašnjak kroz sredstva iz europskih fondova pa projiciramo da će one biti jedan od ključnih čimbenika rasta tijekom ove godine. Prema podacima iz platne bilance Republike Hrvatske neto primljena i neto raspoređena sredstva krajnjim korisnicima EU fondova sve su veća i tijekom 2016. godine približila su se razini od 1% bruto domaćeg proizvoda. Potencijale korištenja EU sredstava vidimo i od strane privatnog i javnog sektora. Osim toga, treba imati na umu da će 2017.

biti godina lokalnih izbora, što uobičajeno znači i snažniju investicijsku aktivnost iz javnih sredstava. Uz takav rast domaće potražnje izvjesno je da će se robni uvoz pojačati. Njegovo većj vrijednosti pridonijet će i očekivani rast cijena energije te prehrambenih proizvoda. Time će se pozitivan utjecaj izvoza roba i usluga zamjetno umanjiti. Stoga, unatoč očekivanom nastavku rasta izvoza roba i usluga očekujemo blago negativan doprinos neto inozemne potražnje. Tako će ponovno doći do izražaja niska konkurentnost hrvatskog realnog sektora (industrije) te posljedično visoka uvozna ovisnost. Naime unatoč pozitivnim promjenama i činjenici da su se hrvatska poduzeća (osobito srednja i mala) okrenula inozemnim tržištima, izvoz roba i njegova važnost u Hrvatskoj ostaju mali i nedovoljni da budu pokretači rasta. Štoviše, on jasno naglašava probleme lokalnog tržišta. Problemi su uglavnom strukturne naravi, poput skupe i neučinkovite javne administracije koja uz prečesto mijenjanje propisa koči funkcioniranje tržišnoga gospodarstva. Dakle, povećanje konkurentnosti kroz samo smanjenje poreznog rasterećenja neće biti dovoljno, već će se za snažniji, ali i održiviji rast morati ući u koštac s dugo odgađanim reformama. To jasno pokazuju pokazatelji konkurentnosti, koji kroz vrijeme ostaju nepromijenjeni ili se čak pogoršavaju (zdravstvo i osnovno obrazovanje te inovativnost).

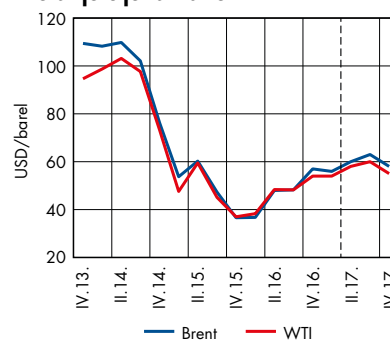
Naposljetku, izvjestan je rast državne potrošnje, što se može iščitati iz usvojenog proračuna za 2017. Sa strane ponude očekujemo nastavak rasta osobito u djelatnostima usko povezanim s turizmom i trgovinom. Umjereno pozitivan oporavak bilježit će i građevinarstvo, dok bi se nakon usporavanja u trećem tromjesečju prerađivačka industrija trebala vratiti nešto snažnijim godišnjim stopama rasta. Uz projicirani nastavak rasta u najvažnijim hrvatskim vanjskotrgovinskim partnerima pozitivan uzlazni ciklus prerađivačke industrije nastavit će se i u 2017.

Rizici ostvarenja projiciranog rasta gospodarstva po realnoj stopi od 2,8% u 2017. su uravnoteženi. Pozitivan rizik proizlazi iz većeg učinka porezne reforme na potrošnju građana te eventualno zamjetnije poboljšanje poslovne klime, koji bi uz porezno rasterećenje poduzeća ohrabрили poduzetnike u investicijama i zapošljavanju.

Od kratkoročnih negativnih rizika ostaje prisutna mogućnost usporavanja oporavka glavnih vanjskotrgovinskih partnera i velika izloženost turizmu, koji u slučaju incidentnih događanja uvelike može pogoršati i ugroziti oporavak. Naime, materijalizacija negativnih rizika izravno bi utjecala na pad izvoza usluga, osobne potrošnje i naposljetku bitno niže proračunske prihode.

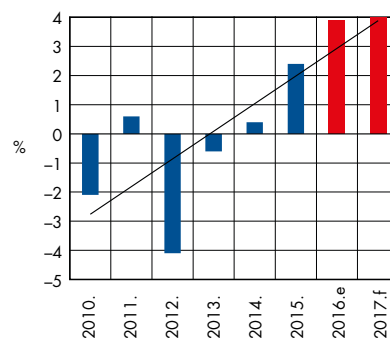
Za dugoročnu održivost i stabilnost te povećanje potencijalne stope rasta potrebno je provesti odavno poznate mjere poboljšanja investicijske klime, reforme javnih sustava, osnažiti vladavinu prava te povećati učinkovitost državne administracije. U suprotnome promjene vanjskih okruženja vratit će Hrvatsku u stagnaciju i komparativno zaostajanje za ostatkom Europe.

## Kretanje cijena nafte



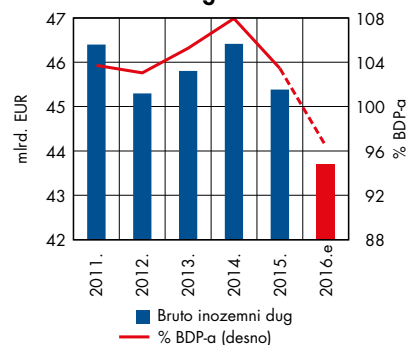
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Trgovina na malo, realne god. promjene



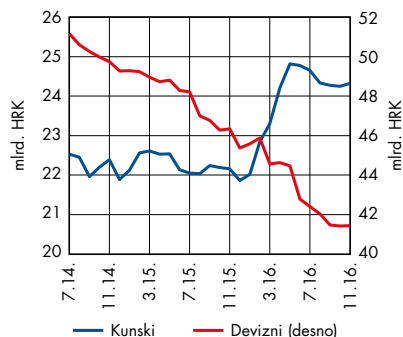
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Bruto inozemni dug



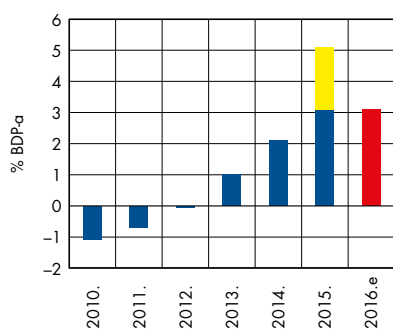
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Krediti poduzećima za obrtna sredstva i investicije



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Udio salda tekućih transakcija u BDP-u\*



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

Tijekom trećeg tromjesečja nastavilo se smanjenje vanjske ranjivosti, kroz pad bruto inozemnog duga i stabilan višak na tekućem računu bilance plaćanja.

Padu bruto inozemnog duga na razine ispod 95% BDP-a osim rasta gospodarstva pridonijelo je razduživanje svih sektora prema inozemnim vjerovnicima, a osobito države i financijskih institucija odnosno banaka. Razina ispod 100% BDP-a posljednji put je zabilježena u trećem tromjesečju 2009. I dok je država u proljeće odgodila plasman euroobveznice, banke se razdužuju zbog relativno jeftinijih domaćih depozita, visoke likvidnosti i još uvijek skromne potražnje za kreditima. Nadalje, bitno povoljniji uvjeti na domaćem tržištu motiviraju sektor poduzeća da dio duga prema inozemnim vjerovnicima zamijeni domaćim zaduživanjem. Povijesno su poduzeća zbog nižih kamatnih stopa preferirala zaduživanje u eurima. No ponudi eurskih kredita iz domaćih banaka konkurirali su eurski krediti iz inozemnih banaka i druge vrste dužničkih financijskih instrumenata. Zbog toga se polovica od ukupnog duga poduzeća odnosi na izravno zaduživanje u inozemstvu, koje je dakako devizno, pretežito u eurima. Ponuda kunskih kredita po kamatnim stopama konkurentnim zaduženju u eurima utječe na promjenu valutne strukture kredita u domaćim bankama, ali i na promjenu tendencije u zaduživanju poduzeća. Zbog rasta kunskih kredita smanjuje se zaduživanje u inozemstvu, a povećava u domaćim bankama. U 2017. očekujemo nastavak i jačanje opisane tendencije. Stoga bi potražnja poduzeća za kreditima trebala još više porasti i postupno apsorbirati višak likvidnosti.

Višak na tekućem računu bilance plaćanja i nakon iščezavanja učinka konverzije kredita vezanih uz švicarski franak (procijenjen na razini od oko 2% BDP-a) prema našim očekivanjima zadržat će se na razini od oko 3% BDP-a u 2016., uz smanjenje prema 2% tijekom ove godine. Pogoršanje na računu roba zbog snažnijeg rasta uvoza te bolji poslovni rezultati stranih poduzeća (koji tako povećavaju rashode primarnog dohotka) bit će ublaženi očekivanim povećanjem viška na računu usluga i višim prihodima na računu sekundarnog dohotka, gdje se evidentiraju raspoređena sredstva primljena iz EU fondova. Devizni priljevi od turizma mogli bi u cijeloj 2016. premašiti 8,5 mlrd. eura, što je nominalno povijesno najviša razina, dok u 2017. očekujemo nastavak pozitivnih, ali ipak umjerenijih trendova.

Srednjoročno promatrano, rashodi za kamate prema nerezidentima u uvjetima visoke globalne likvidnosti imaju potencijal smanjenja s obzirom na to da bi se eventualna refinanciranja dospijeca u idućih godinu dana trebala realizirati uz povijesno najniže kamatne stope.

Zrinka Živković Matijević



## Prevelika očekivanja od porezne reforme?

- Iznadočekivani fiskalni pokazatelji u 2016.
- Proračun za 2017. godinu – bez strukturnih promjena
- Postojani fiskalni rizici u godini rekordnih dospjeća državnog duga

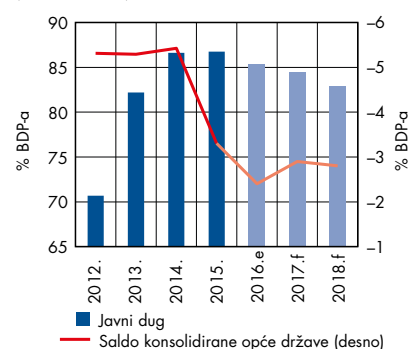
U uvjetima rastućih nestabilnosti tijekom politički burne 2016. godine, u kojoj je Hrvatska imala čak tri premijera, realni sektor u gospodarstvu s jedne strane i "zamrznuti" javni sektor s druge strane u konačnici su se pokazali kao dobitna kombinacija. Barem u kratkom roku.

Na krilima rekordne turističke sezone u proračun su se slijevali izdašni prihodi od trošarina i PDV-a, koji čini okosnicu proračunskih prihoda. S druge strane, privremeno financiranje, a potom zakonski ograničena javna potrošnja tijekom razdoblja tehničke Vlade stvorili su dobru polaznu osnovu za izradu proračuna za 2017. godinu. Naime, u spomenutim uvjetima došlo je do iznadočekivane fiskalne konsolidacije koja se očitovala u značajnom smanjenju deficita, a posljedično je utjecala i na smanjenje javnog duga, koji se koncem trećeg prošlogodišnjeg tromjesečja spustio na razinu od 289 mlrd. kuna. S obzirom na to da se u istom promatranom razdoblju gospodarski rast ubrzao na 2,9% (dosegnuvši najvišu stopu realnog rasta od drugog tromjesečja 2008. godine), udio javnog duga u BDP-u spustio se ispod 85%. Padu zaduženosti (s obzirom na valutnu strukturu) dodatno je pridonijelo i jačanje domaće valute. Nadolazeći podaci za kraj 2016. godine u konačnici će zasigurno rezultirati smanjenjem javnog duga u BDP-u, prvi put nakon šest uzastopnih godina.

Premda je nakon prijevremenih parlamentarnih izbora ostalo razmjerno malo vremena za sastavljanje proračuna za 2017. godinu, činjenica je da se u fokusu fiskalne politike koju će provoditi nova vladajuća struktura našla porezna reforma čija je priprema započela znatno ranije. U vremenskom tjesnacu tijekom prosinca prošle godine Sabor je ipak značajnom većinom izglasao cijeli niz zakona kojima je regulirana nova porezna reforma, a potom je donesen i državni proračun za iduće trogodišnje razdoblje. U okviru predviđenoga gospodarskog rasta po realnim stopama iznad 3% u razdoblju 2017. – 2019. Vlada predviđa postupno smanjenje deficita konsolidirane opće države ispod razine od 1% BDP-a do konca projekcijskog razdoblja. Međutim, ispod površine glavnih pretpostavki razvidno je da se predloženo smanjenje deficita snažno oslanja na očekivani gospodarski rast koji bi trebao biti pod značajnim utjecajem porezne reforme<sup>1</sup>. Premda je poslovna zajednica, ali i šira javnost pozdravila porezno rasterećenje koje ide u smjeru višeg dohotka i dobiti, rizici na očekivani rast BDP-a (a time i poreznih prihoda) proizlaze iz mogućeg djelomičnog nekanaliziranja oslobođenog dohotka i/ili dobiti u potrošnju odnosno investicije. I dok s jedne strane ohrabruje veći investicijski poticaj potaknut boljom iskoristivošću EU fondova, s druge strane osobna potrošnja (pogurnuta poreznim izmjenama) nameće se kao glavni pokretač domaće potražnje u srednjoročnom razdoblju. Pritom dodatni rizik na priželjkivani rast dolazi od strane neto inozemne potražnje koja duž cijelog projekcijskog razdoblja upozorava na postojanu uvoznost cjelokupnoga hrvatskoga gospodarstva. Stoga predložena fiskalna prilagodba u cilju smanjenja proračunskog manjka koji bi temeljno uporište trebao pronaći u očekivanom rastu BDP-a podsjeća na već viđene scenarije u kojima je projicirani

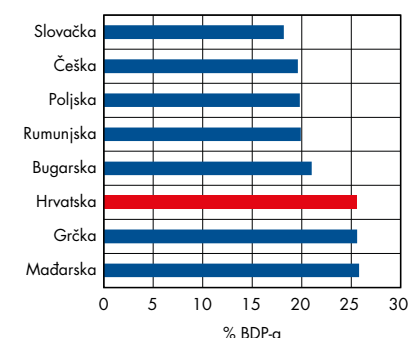
<sup>1</sup> Multiplikativni učinak porezne reforme Vlada je procijenila na razini 0,5% BDP-a.

### Konsolidirana opća država (ESA 2010)



Izvori: Eurostat, DZS, Raiffeisen istraživanja

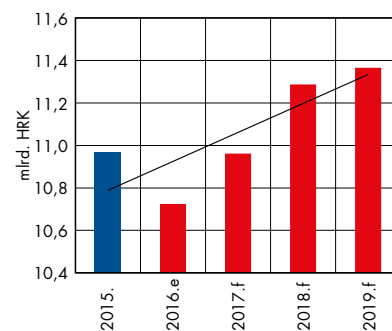
### Porezni prihodi, % BDP-a\*



\* u 2015.

Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

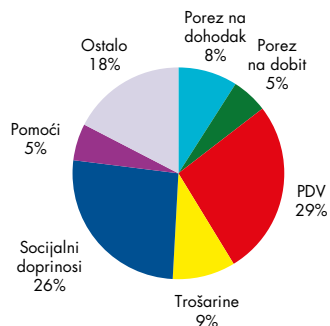
### Rashodi za kamate\*



\* središnji proračun

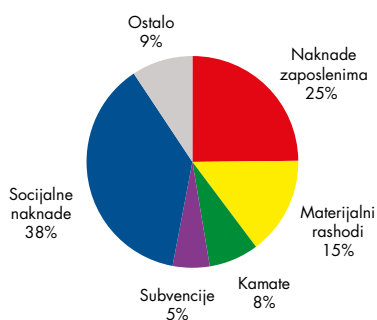
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

## Prihodi konsolidirane opće države I. – IX. 2016.\*



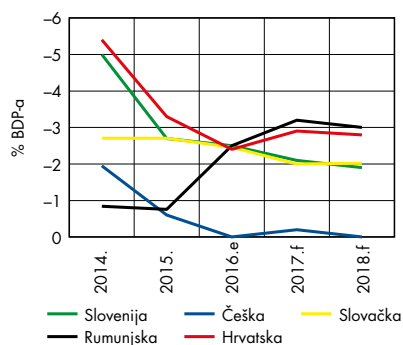
\* prema metodologiji GFS 2001  
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

## Rashodi konsolidirane opće države I. – IX. 2016.\*



\* prema metodologiji GFS 2001  
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

## Saldo konsolidirane opće države, % BDP-a



Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

gospodarski oporavak bio alternativa potrebnim strukturnim promjenama. Potonje potvrđuju rashodne stavke državnog proračuna koje zrcale dobro poznatu rigidnu strukturu u kojoj dominiraju izdaci za socijalne naknade, za zaposlene, za plaćanje kamata. Uzevši u obzir nastavak negativnih demografskih trendova (dodatno pojačanih ekonomskim emigracijama radno sposobnog stanovništva), jačaju fiskalni rizici u pogledu održivosti socijalnih rashoda, posebice u segmentu izdataka za mirovine i zdravstvo. Naime, samo u ovoj godini se očekuje povećanje ukupnog broja korisnika mirovina za oko 5 tisuća, što uz troškove usklađivanja mirovina rezultira razmjerno snažnim porastom ukupnih rashoda za mirovine, koji će premašiti 37 mlrd. kuna na godišnjoj razini (čineći trećinu ukupnih rashoda državnog proračuna). I pored veće političke osviještenosti glede problematike depopulacije i demografskog osipanja (koja se zasad očituje kroz nekolicinu različitih kanala poticanja demografske obnove), činjenica je da starenje populacije te kontinuirano opadanje udjela radno sposobnog stanovništva stvara ozbiljan pritisak na održivost javnih financija u srednjem i dugom roku. Odljev mladog stanovništva u radno aktivnoj dobi posljedica je ne samo otvorenog tržišta rada na razini Europske unije (gdje rastu potrebe za usko specijaliziranim visokoobrazovanim kadrovima) nego je i snažno pogurnut dugogodišnjom recesijom, tijekom koje su mahom izostali ključni strukturni zahvati u gospodarstvu. U tom kontekstu jačaju rizici koji proizlaze od propuštenih prilika da fiskalna politika pokaže snažniji zaokret u pogledu smanjenja neproduktivnih rashoda, u cilju racionalizacije javne birokracije i oslobađanja većeg prostora privatnom sektoru. I premda je sve veće oslanjanje na korištenje sredstava iz EU fondova dobrodošlo, i u tom segmentu ne treba zanemariti proceduralne rizike.

U međuvremenu je pritisak sindikata državnih službi na porast osnovice plaća donio novi udar na državne rashode za zaposlene, koji su prema proračunskom planu za ovu godinu zabilježili rast od 700 mil. kuna (2,7%). No uz dogovoreno postupno povećanje plaća za 6% u tri navrata u 2017. godini izvjesno je da će u proračunu tek trebati osigurati razliku sredstava koja će prema najnovijem sporazumu sa sindikatima zasigurno nedostajati u odnosu na inicijalno budžetirane iznose za ovu godinu.

Također, dospjele neplaćene obveze u sektoru zdravstva i u sljedećem razdoblju bit će uteg za hrvatske javne financije (odražavajući ne samo skuplje zdravstvene usluge nego i nepovoljnu strukturu korisnika zdravstvene zaštite, uz još uvijek slabšan privatni sektor u gospodarstvu, koji bi trebao biti glavni izvor namjenskih prihoda po toj osnovi). Istovremeno, uoči nadolazećih lokalnih izbora nije za očekivati da će rastući apetiti različitih proračunskih korisnika biti nezadovoljeni, pa su utoliko i naše projekcije za ovu fiskalnu godinu znatno konzervativnije. Osim toga, s godišnjim izdacima za kamate koji su dosegli 11 mlrd. kuna, hrvatski fiskus će se ove godine suočiti s iznimno visokim obvezama po dospjelicima državnog duga. Prošlogodišnju konsolidaciju već je na izvjestan način honorirala agencija S&P (izmjenom kreditnih izgleda iz negativnih u stabilne), no za povratak kreditnog rejtinga u investicijsku zonu potrebno je izvršiti poznate reformske zahvate u javnom sustavu.

Tomislava Ujević

## Godina velikih dospijeaća

- Poboljšani kreditni izgledi u stabilne
- Prinosi se zadržavaju na niskim razinama

Politička stabilnost, gospodarski rast snažniji od očekivanoga i povoljnija fiskalna metrika potvrdili su naša očekivanja o poboljšanju kreditnih izgleda kada je sredinom prosinca prošle godine rejting agencija S&P promijenila izgled Hrvatske iz negativnih u stabilne. Međutim, kreditni rejting ostaje i dalje na dvije razine ispod investicijskog, a premija na rizik i dalje iznad usporedivih zemalja regije SIE. Navedeno jasno odražava opreznost investitora i činjenicu da povratak povjerenja investitora i nadogradnja rejtinga zahtijevaju mnogo više te snažno ovise o dosljednom, konkretnom i uspješnom provođenju sveobuhvatnih reformskih mjera.

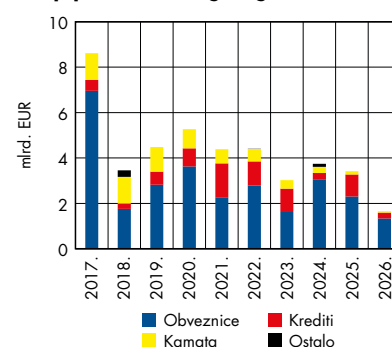
Prošlogodišnje odgođeno izdanje državne obveznice na inozemnom tržištu utjecalo je na zamjetne promjene u strukturi financiranja državnog duga. Prema posljednjim podacima za kraj trećeg tromjesečja vanjska komponenta javnog duga zabilježila je pad na mjesečnoj i godišnjoj razini, dok je istodobni rast unutarnjeg javnog duga podržan poboljšanim uvjetima zaduživanja na domaćem financijskom tržištu. Pritom je ionako visoka likvidnost dodatno podržana ekspanzivnim mjerama središnje banke, koja na taj način i dalje stvara dodatni pritisak na smanjenje troškova zaduživanja pa i na dulji kraj krivulje prinosa državnih izdanja.

Pred nama je zahtjevna godina u pogledu dospijeaća u kojoj na naplatu stiže 18,4 mlrd. kuna obveza po izdanim dužničkim vrijednosnicama i 8,9 mlrd. kuna obveza za otplatu glavnice po osnovi primljenih kredita i zajmova. Bruto potrebe financiranja (uključujući i kratkoročni dug) u 2017. premašuju 17% procijenjenog BDP-a. Kao rezultat toga očekujemo aktivniju ulogu države na primarnom tržištu kapitala, kako domaćem tako i međunarodnom. Već u veljači dospijeva kunsko izdanje u iznosu od 5,5 mlrd. kuna. U uvjetima plitkog tržišta odnosno nedostatka vrijednosnica na domaćem tržištu očekujemo da će država kuskim izdanjem zadovoljiti već dulje prisutnu "glad" velikih lokalnih tržišnih sudionika (ponajprije obveznih mirovinskih fondova) za čistim kuskim papirima. Kunsko izdanje pogoduje i bankama s obzirom na skoriju primjenu europske Uredbe o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva<sup>1</sup>, koja donosi promjene u pogledu ponderiranja rizika i ograničenja izloženosti s obzirom na deviznu izloženost prema državi.

S druge strane, nakon Brexita i neočekivane pobjede američkog predsjednika Trumpa na globalnim tržištima godina je započela u relativno mirnom tonu. Uz primirenje na globalnom tržištu te poboljšanje kreditnih izgleda izlazak Vlade na međunarodno tržište kapitala čini se dobrom prilikom. Početkom travnja na naplatu dolazi 1,5 mlrd. dolara glavnice obveznice izdane 2012. Ukoliko se Vlada odluči za izlazak na međunarodno tržište, to će biti prvo državno izdanje euroobveznice nakon dvije godine. S obzirom na to da je ESB najavio nastavak

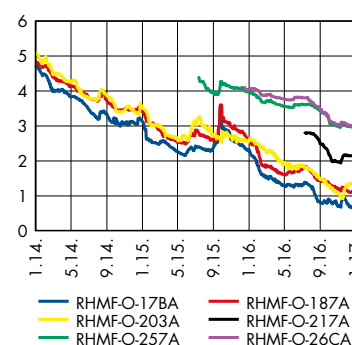
<sup>1</sup> Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 (Službeni list EU L 176/2013)

### Dospijeaća državnog duga



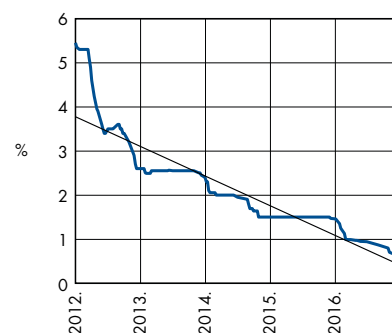
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Prinosi na kunske državne obveznice



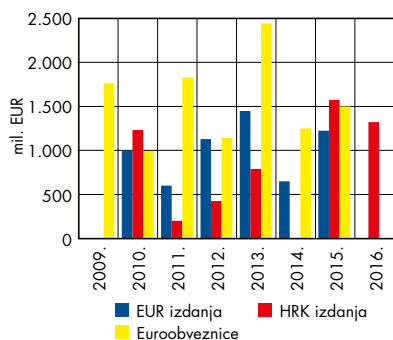
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Krivulja prinosa na 1-god. kunski trezorski zapis



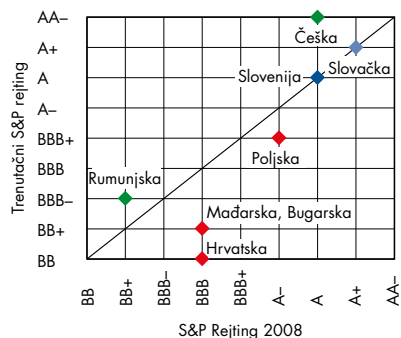
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

## Izdanja državnih obveznica



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

## S&P kreditni rejting



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

nekonvencionalne politike, a Fed podizanje referentnih kamatnih stopa, tržišne prilike i očekivanja sasvim izglednim čine izdanje na europskom tržištu.

Cijene obveznica na sekundarnom tržištu i u prvom ovogodišnjem polugodištu mogle bi ostati razmjerno visoke, a prinosi niski, dodatno podržani obiljem likvidnosti u sustavu. Povijesno niske razine prinosa na trezorske zapise i njihova tendencija daljnjeg pada i dalje usmjeravaju investitore prema kraćim kuskim dospjećima državnih obveznica. One su u trenutačnim tržišnim okolnostima atraktivniji oblik ulaganja u usporedbi s trezorskim zapisima. Nastavak ekspanzivne monetarne politike HNB-a i dalje će izvršavati pritisak na kamatne stope na novčanom tržištu pa je pomak na gore u prinosisima kod kratkoročnih dužničkih vrijednosnica tijekom 2017. teško očekivati.

Stabilno rastuća potražnja za kuskim dugoročnim obveznicama i uvijek prisutni manjak dugoročnih vrijednosnica, uz poboljšanje ekonomskih fundamenata trebali bi i tijekom prve polovice 2017. izvršavati pritisak na duljem kraju kunske krivulje. Tome u prilog ide i nastavak provođenja dugoročnih strukturnih operacija HNB-a. Pod pretpostavkom nepromijenjenih tržišnih uvjeta, ali uz umjereno jačanje inflatornih pritisaka očekivani početak povlačenja likvidnosti iz sustava moguće je očekivati tek pred sam kraj godine pa bi i prinosi mogli zabilježiti lagani pomak prema gore.

Hrvatske euroobveznice nastavile su pratiti kretanja obveznica regije SIE. I u ovoj godini izdašna likvidnost na europskim tržištima, kao posljedica ekspanzivnoga karaktera monetarne politike koju vodi ESB, uz povijesno niske razine prinosa nastavit će pozitivno utjecati i na kretanje obveznica regije SIE, što će se odraziti i na kretanje hrvatskih izdanja.

Elizabeta Sabolek Resanović

## Državne obveznice na domaćem tržištu

Obveznica	Valuta	Iznos izdanja (mil.)	Dospjeće	Kupon (%)	Prinos do dospjeća (%)	Spread prema njemačkim obveznicama	Spread prema EU-ROSWAP-u	Prinos do dospjeća (%)	Prinos do dospjeća (%)	Prinos do dospjeća (%)
					16.1.17.	16.1.17.	16.1.17.	30.9.16.	30.6.16.	31.12.15.
RHMF-O-19BA	EUR*	1.000	29.11.19.	5,375	1,05	198	139	0,94	1,63	2,44
RHMF-O-203E	EUR*	1.000	5.3.20.	6,500	1,15	207	148	1,01	1,63	2,49
RHMF-O-227E	EUR*	1.000	22.7.22.	6,500	2,25	279	227	2,63	3,22	3,49
RHMF-O-247E	EUR*	1.400	10.7.24.	5,750	2,61	290	148	2,96	3,37	3,81
RHMF-O-172A	HRK	5.500	8.2.17.	4,750	1,65	-	-	0,29	0,68	1,63
RHMF-O-17BA	HRK	4.000	25.11.17.	6,250	0,63	-	-	0,67	1,19	1,97
RHMF-O-187A	HRK	6.000	10.7.18.	5,250	0,89	-	-	1,18	1,64	2,23
RHMF-O-203A	HRK	5.000	5.3.20.	6,750	1,49	-	-	1,62	2,13	2,73
RHMF-O-217A	HRK	6.000	8.7.21.	2,750	1,93	-	-	2,00	-	-
RHMF-O-257A	HRK	6.000	9.7.25.	4,500	2,82	-	-	3,12	3,53	3,87
RHMF-O-26CA	HRK	10.000	14.12.26.	4,250	2,79	-	-	3,21	3,74	3,99

Ask cijene i prinosi

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

Izvori: Bloomberg, ZSE, Raiffeisen istraživanja

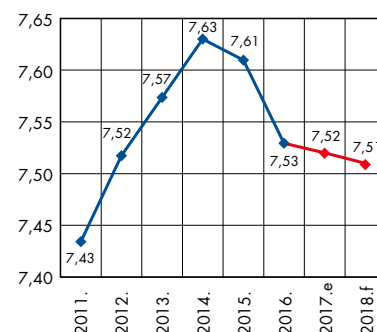
## Snažnija kuna uz podršku poboljšanih fundamenata

- Nastavak ekspanzivne monetarne politike uz stabilnost EUR/HRK
- Povratak k pozitivnim stopama inflacije

U usporedbi s prethodnim godinama slabljenje kune u odnosu na euro uobičajeno za posljednje tromjesečje 2016. bilo je slabije izraženog intenziteta. Štoviše, u promatranom razdoblju tečaj je bio izuzetno stabilan s tendencijom jačanja domaće valute. Posljedično Hrvatska narodna banka triput je intervenirala na deviznom tržištu kupnjom deviza od poslovnih banaka u vrijednosti 785 mil. eura. Samo po toj osnovi središnja banka kreirala je preko 5,9 mlrd. kuna likvidnosti. Ipak, pomaci tečaja bili su relativno skromni te je EUR/HRK u prosjeku i na kraju godine bio niži u usporedbi s istim razdobljem u posljednje četiri godine. Jačanje potražnje za kunama u posljednjem tromjesečju bilo je povezano s produljenjem sezone, predblagdanskom potrošnjom, ali i solidnim ekonomskim fundamentima.

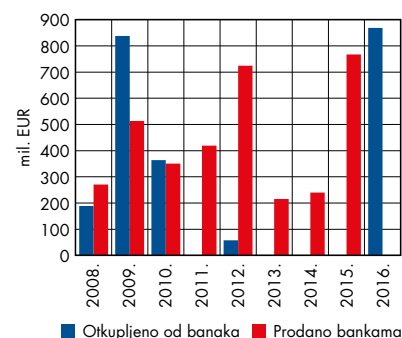
Lagani deprecijacijski pritisci na kunu uz povećane volumene trgovanja obilježili su prve tjedne nove godine, uzrokovani ponajprije korporativnom i bankovnom potražnjom za devizama. Tržišni tečaj je po prvi put nakon gotovo deset mjeseci nakratko premašio razinu od 7,58 kuna za euro. Plaćanje obveza na osnovi uvoza roba i usluga te posljedična potražnja za devizama uz izdašnu kunsku likvidnost i niske kamatne stope zasigurno su pridonijeli slabljenju domaće valute. U tom smjeru tijekom prvog tromjesečja mogle bi djelovati i očekivano više isplate dividendi. S druge strane, domaćoj valuti podršku će i dalje pružati solidan višak na tekućem računu bilance plaćanja, smanjeni fiskalni rizici, priljev deviza od turizma i življe investicijske aktivnosti, pozitivna neto inozemna pozicija banaka te rastuća potražnja za kunskim kreditima. Dakle, izgledno je da će veći dio prvog tromjesečja devizno tržište obilježiti trgovanje između 7,52 i 7,58 kuna za euro s glavninom trgovanja oko sredine navedenog raspona. Prema kraju tromjesečja moguće je očekivati pad EUR/HRK s obzirom na to da se očekuje jača predblagdanska potražnja za kunama i priljev deviza od početka turističke predsezone. Sezonska kretanja EUR/HRK trebala bi i dalje obilježavati 2017. s najnižim tečajem u ljetnim te najvišim tečajevima u zimskim mjesecima (osobito na početku godine). Mogući izlazak države na inozemna financijska tržišta kroz izdavanje eu-roobveznice ne bi trebao utjecati na tržišna kretanja jer je potrebno podmiriti obveze prema dospjećima iz inozemstva pa je učinak i na devizne pričuve relativno neutralan. Izdavanje na domaćem tržištu (vrlo vjerojatno denominirano u domaćoj valuti) pružilo bi podršku kuni unatoč izdašnoj likvidnosti koju i dalje nastavlja osiguravati ekspanzivna monetarna politika središnje banke. Ne dovodeći u pitanje predanost stabilnosti EUR/HRK Hrvatska narodna banka najavila je nastavak dosadašnje ekspanzivne politike kroz (jednotjedne i dugoročne strukturne) repo operacije. Prema prvim očekivanjima iznos ovogodišnjih strukturnih operacija bit će na razini od 0,5 mlrd. kuna (što je polovica prošlogodišnjeg iznosa). Izdašna likvidnost sustava i dalje potiskuje kamatne stope duž krivulje, a negativan utjecaj na inflaciju izostaje. Iako je prve pozitivne vrijednosti rasta potrošačkih cijena moguće očekivati već u prvim mjesecima 2017., inflacija će i dalje biti potisnuta. Poticaj višim cijenama dolaziti će od jačanja uvoznih inflacijskih pritisaka, prije svega s robnih tržišta sirove nafte i prehrambenih sirovina, a dijelom bi mogao proizići iz učinaka porezne reforme (rasta PDV-a na određene usluge i trošarina).

### Srednji devizni tečaj EUR/HRK, god. prosjek



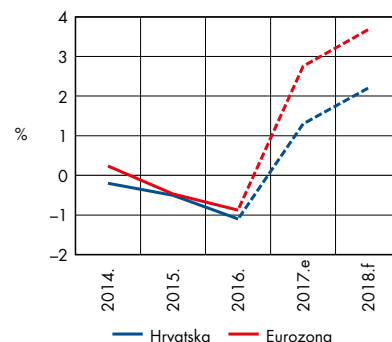
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Devizne intervencije HNB-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Potrošačke cijene, god. promjena



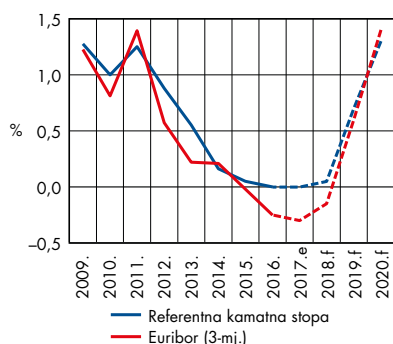
Izvori: DZS, Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Zrinka Živković Matijević

## Divergentni potezi vodećih središnjih banaka

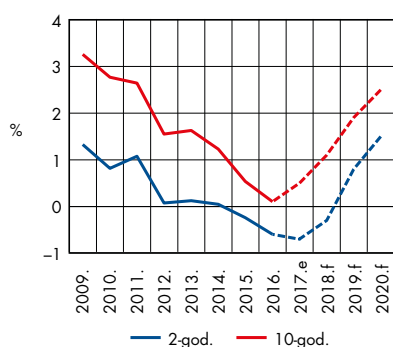
- Fed: prvi koraci u normalizaciji kamatnih stopa
- ESB: produljen program kupnje obveznica

### Kamatne stope u eurozoni, prosjek



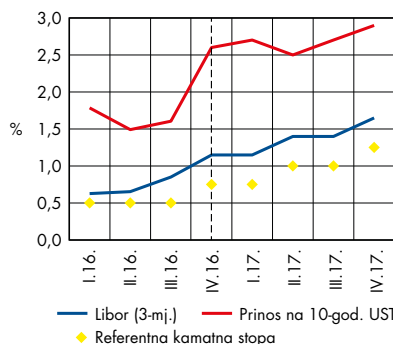
Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

### Prinos na njemačke državne obveznice, prosjek



Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

### Kamatne stope i prinosi u SAD-u, kr



Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Na sastanku ESB-a održanom početkom prosinca prošle godine donesena je odluka o zadržavanju kamatnih stopa na postojećim razinama te je mjesečni program otkupa obveznica do kraja ožujka ove godine zadržan na 80 mlrd. eura. Međutim, trajanje programa kupnje produljeno je do kraja 2017. uz najavljeno postupno smanjivanje mjesečne razine otkupa na 60 mlrd. eura (počevši od travnja ove godine). Pritom uz ovakvu odluku ESB jasno naglašava da ako gospodarski ili financijski uvjeti postanu manje povoljni, Upravno vijeće ESB-a namjerava ponovo prilagoditi svoj QE program. Drugim riječima, koncem ove godine nije izvjestan nagli prekid programa, premda se jednako tako ne očekuje ni njegovo produžavanje u značajno dužem roku. Prema našim očekivanjima, uz nastavak gospodarskog rasta te približavanje inflacije ciljanim razinama (koja je pod snažnim utjecajem najnovijeg dogovora (ne)članica OPEC-a glede smanjenja proizvodnih kvota na tržištu sirove nafte), fundamenti s konca ove godine mogli bi u konačnici biti dobra podloga za polagano stezanje monetarne politike ESB-a. Osim spomenutih ekonomskih kriterija, postoji i nekolicina drugih čimbenika koji upućuju na to da je nakon 2017. godine moguće sazrelo vrijeme za ublažavanje ekspanzivnoga karaktera monetarne politike kakvu trenutačno provodi ESB. Prije svega, treba uzeti u obzir da trenutačne kombinacije mjera u okviru monetarnog popuštanja s vremenom postaju sve manje učinkovite, pojačavajući istovremeno i rizik mogućih negativnih učinaka (poput napuhivanja tržišnih cijena i rastuće razine duga). Osim toga, značajnije produženje programa otkupa obveznica moglo bi dovesti do problema nedostatka vrijednosnica (ponajprije na kraćim njemačkim izdanjima). Također smatramo da ESB nema namjeru zauzeti dominantnu ulogu kao kreditor, što bi u konačnici dugoročno smanjilo učinkovitost slobodnog tržišta. Naposljetku, ne treba isključiti činjenicu da će 2017. godina biti iznimno i politički značajna s obzirom na nadolazeće predsjedničke i parlamentarne izbore u Nizozemskoj, Francuskoj, Njemačkoj (a možda i Italiji). Stoga uzevši u obzir sve navedene čimbenike, držimo da će ESB u prvoj polovici 2018. godine postupno krenuti u stezanje monetarne politike, a prvo podizanje kamatne stope očekujemo koncem iduće godine. Međutim, 2017. godina bit će obilježena obiljem likvidnosti u sustavu te niskim kamatnim stopama koji će zadržati Euribor na otprilike trenutačnim razinama. Posljedično, pritisak na prinose na kraćem kraju njemačkih obveznica ostat će relativno slab. Ipak, rastuća očekivanja glede kretanja inflacije mogla bi se prema kraju godine odraziti na blagi rast prinosa na dužim njemačkim izdanjima.

S druge strane Atlantika, na posljednjem sastanku FOMC-a očekivano je donesena odluka o povećanju referentne kamatne stope za 0,25 pb te je najavljeno intenziviranje dinamike podizanja u ovoj godini. No s obzirom na dosadašnje "oprezno" djelovanje Fed-a, ostajemo pri procjeni da će tijekom 2017. doći do podizanja kamatnjaka u dva navrata (koje bi moglo izostati u ožujku). U međuvremenu, dolazak predsjednika Trumpa koji je najavio ekspanzivniju fiskalnu politiku, uz tržišna očekivanja u smjeru viših stopa inflacije te uz solidne pokazatelje s tržišta rada u SAD-u, prinosi na američke državne obveznice tijekom ove godine nastavit će kliziti prema višim razinama.

Tomislava Ujević

## Strukturne promjene potražnje potiču rast kreditiranja

- Smanjivanje deviznih kredita ubrzava razduživanje banaka u inozemstvu
- Pad neprihodujućih u ukupnim kreditima
- Smanjenje rizika povećava profitabilnost banaka

Strukturnim operacijama središnje banke povećani su dugoročni izvori financiranja banaka u kunama. Posljedično su smanjene kamatne stope na kunske kredite banaka, a pozitivni kamatni diferencijal eurskih kredita u odnosu na kunske se istopio. Povećana atraktivnost zaduživanja u kunama odrazila se na valutnu strukturu potražnje za kreditima.

U segmentu poduzeća povećala se potražnja za kuskim, a smanjila potražnja za eurskim kreditima. Budući da se polovica ukupnog duga poduzeća odnosi na izravno zaduživanje u inozemstvu, pad potražnje za eurskim kreditima održava se na smanjenje inozemne zaduženosti. Zbog povećane atraktivnosti ponude kuskih kredita poduzeća su počela zaduženja u eurima kod inozemnih kreditora postupno zamjenjivati kuskim kreditima kod domaćih banaka.

U segmentu stanovništva tijekom prvog polugodišta provedena je konverzija kredita iz franka u euro. Jedna od posljedica procesa konverzije bila je jačanje averzije prema valutnom riziku, što se odrazilo na smanjenje potražnje za kreditima u eurima. Stoga, iako ukupan iznos kredita stanovništvu stagnira, raste učešće kuskih kredita. U 2017. očekujemo nastavak promjene valutne strukture kredita. Novi krediti odobravaju se većinom u kunama, pa se u skladu s dinamikom dospijeaća otplate kredita povećava učešće kuskih u ukupnim kreditima. U protekle četiri godine banke smanjuju korištenje sekundarnih izvora financiranja. Rast depozita uz stagnaciju kredita omogućio je korištenje viška likvidnosti za razduživanje banaka prema inozemstvu. No pad učešća inozemnih pozajmica u ukupnoj imovini banaka ispod 10% pokazuje da je proces razduživanja pri kraju. Uz nastavak iskazanih tendencija u bilancama banaka u 2017. očekujemo daljnji rast viška likvidnosti. Budući da je proces razduživanja banaka prema inozemstvu pri kraju, možemo očekivati intervencije središnje banke s ciljem stabiliziranja valutne strukture banaka.

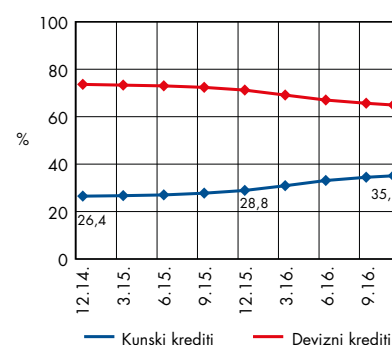
Jačanje potražnje poduzeća za kreditima i stagnacija potražnje u segmentu stanovništva trebali bi rezultirati povećanjem ukupnih kredita. No proces čišćenja bilanci banaka od neprihodujućih kredita djeluje u suprotnom smjeru. U 2017. stupa na snagu jednogodišnje razdoblje u kojem je otpis potraživanja porezno priznati rashod, pa očekujemo veći utjecaj otpisa potraživanja i prodaje plasmana na stanje ukupnih kredita. Stoga bi se unatoč povećanju potražnje za kreditima u segmentu poduzeća ukupan iznos kredita mogao čak i smanjiti.

Čišćenje bilanci banaka trebalo bi se pozitivno odraziti na učešće neprihodujućih kredita u ukupnim. Krajem trećeg tromjesečja omjer se snizio ispod 15%. Uz očekivane aktivnosti tijekom 2017. mogao bi se približiti razini od 10%. Najveći potencijal za napredak nalazi se u sektoru nekretnina, u kojem je omjer neprihodujućih kredita u ukupnim viši od 50%.

Profitabilnost poslovanja banaka u 2016. povećala se na dvoznamenkastu razinu. Porast dobiti rezultira iz jednokratnih dobitaka od otpuštanja rezervacija za rizike nakon umanjenja obračunske osnovice u provedbi CHF konverzije kredita i od prodaje udjela banaka u međunarodnim kartičnim kompanijama. U 2017. ne očekujemo jednokratne dobitke koji bi mogli pozitivno utjecati na rezultat poslovanja banaka. Očekivani povrat na kapital banaka trebao bi se kretati na razini ostvarenoj u višegodišnjem prosjeku (u rasponu od 5 do 10% godišnje).

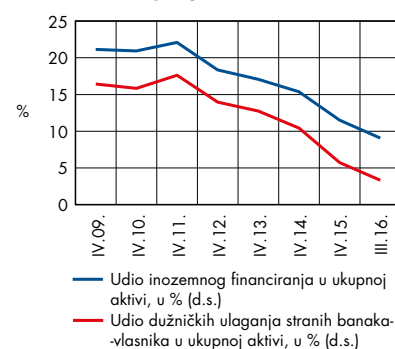
Anton Starčević

### Valutna struktura kredita



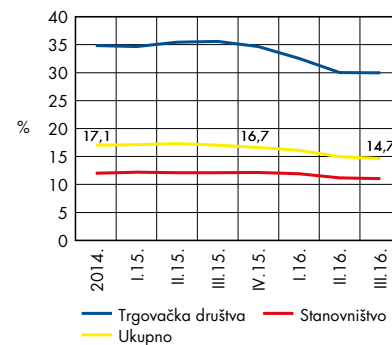
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Dužnička ulaganja u hrvatske banke



Izvori: HANFA, Raiffeisen istraživanja

### Udio neprihodujućih kredita u ukupnim (NPL ratio), kr u %

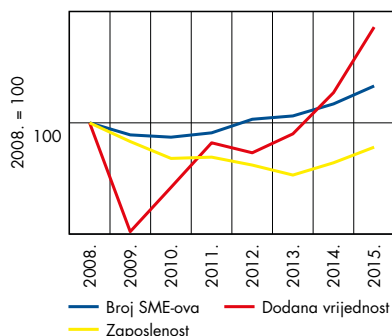


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Oporavak malih i srednjih poduzeća se nastavlja

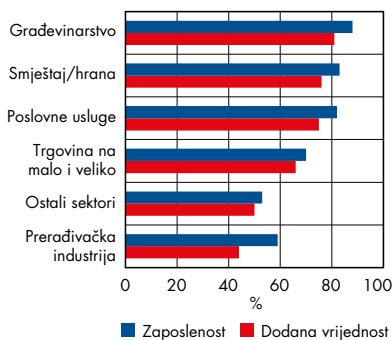
- Hrvatski SME-ovi prate kretanja u EU
- Rast dodane vrijednosti i zaposlenosti
- Izraženiji rast u sektoru Informacija i komunikacija; građevinarstvo i proizvodnja i dalje zaostaju

### Pokazatelji uspješnosti SME-ova u EU-u (2008.–2015.)



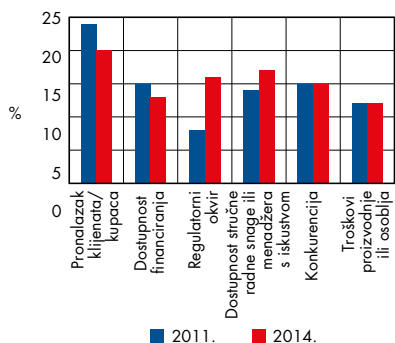
Izvori: Eurostat, Europska komisija, Raiffeisen istraživanja

### Doprinos SME-ova ukupnoj dodanoj vrijednosti i zaposlenosti u pet najvećih sektora u 2015. u EU-u



Izvori: Eurostat, Europska komisija, Raiffeisen istraživanja

### Gorući problemi SME-ova u EU-u



Izvori: Eurostat, Europska komisija, Raiffeisen istraživanja

Mala i srednja poduzeća na području Europske unije sveprisutna su te ih odlikuje snažna raznolikost djelatnosti, disperzirana u svim dijelovima gospodarstva. Prema posljednjem izvješću Europske komisije u 2015. na području EU-a više od 67% zaposlenih osoba bilo je zaposleno u segmentu SME-ova u nefinancijskom poslovnim sektoru<sup>1</sup>. Njihov udio u ukupnim poduzećima iznosio je visokih 99,8% te su zapošljavala 90 milijuna ljudi i generirala 58% dodane vrijednosti. Gotovo sva poduzeća u SME sektoru (čak 93%) su mikropoduzeća (s manje od 10 zaposlenih). Tri četvrtine svih SME-ova aktivno je u pet najvažnijih sektora: trgovina na malo i veliko, prerađivačka industrija, poslovne usluge, djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane te građevinarstvo, u kojima se ostvaruje 71% dodane vrijednosti i 79% zaposlenosti svih SME-ova u EU-u.

Prema nalazima Europske komisije oporavak malih i srednjih poduzeća na području EU-a od posljedica gospodarske i financijske krize započeo je u 2013. Nakon duljeg razdoblja nepovoljnih gospodarskih kretanja, u 2015. je i drugu godinu zaredom zabilježen rast dodane vrijednosti (3,8% u 2014. te 5,7% u 2015.). Nadalje, prvi put od recesije, zaposlenost je u 2014. porasla, a u 2015. zabilježila ubrzanje godišnje stope rasta. Kao rezultat snažnog rasta, razina dodane vrijednosti u 2015., koju su generirala mala i srednja poduzeća u nefinancijskom poslovnim sektoru bila je gotovo 9% viša nego u 2008. Međutim, zaposlenost u promatranom sektoru još je uvijek oko 2% niža od razine 2008. Sektor Poslovnih usluga bilježi najbolje poslovne rezultate na razini zemalja EU-a u sva tri pokazatelja uspješnosti (povećanje zaposlenosti, dodane vrijednosti i broja poduzeća). Dodana vrijednost u ovom sektoru porasla je za više od 7,6% u 2015. godini. Ostala četiri ključna sektora i sektor "ostali" također su zabilježili rast dodane vrijednosti (u rasponu od 4,5% do 5,9%), dok je rast zaposlenosti kod tih sektora bio znatno slabiji, pogotovo u Građevinarstvu, gdje je u 2015. zabilježeno ponovno usporavanje stope rasta na 0,4% (nakon rasta od 1,6% u 2014.). Naime, mala i srednja poduzeća u građevinarstvu te u nešto manjoj mjeri u proizvodnji teško su pogođena gospodarskom i financijskom krizom. Zapošljavanje u ta dva sektora u 2014. godini je i dalje 17% odnosno 11% ispod razina 2008., dok je dodana vrijednost u Građevinarstvu ostala 18% ispod njezine razine iz 2008. godine. U sektoru prerađivačke industrije dodana vrijednost dosegla je razinu pretkrizne 2008. Detaljnijim pregledom može se zaključiti kako je potpuni oporavak u smislu broja malih i srednjih poduzeća u većini članica postignut u "uslužnim sektorima", dok je suprotno bilo u sektorima proizvodnje i građevinarstva.

Nadalje, i opći ekonomski uvjeti s kojima se suočavaju mala i srednja poduzeća polako se popravljaju. Pronalaženje kupaca ostao je gorući problem za male i srednje poduzetnike, no ipak relativno manji nego ranijih godina. Naglašen problem pristupa financiranju također je, prema anketnom ispitivanju poduzetnika na području EU-a, smanjen u 2014. S druge strane, veći dio poduzetnika navodi

<sup>1</sup> Nefinancijski poslovni sektor obuhvaća sve sektore gospodarstva osim financijskih usluga, državnih službi, obrazovanja, zdravstva, umjetnosti i kulture, poljoprivrede, šumarstva i ribarstva.

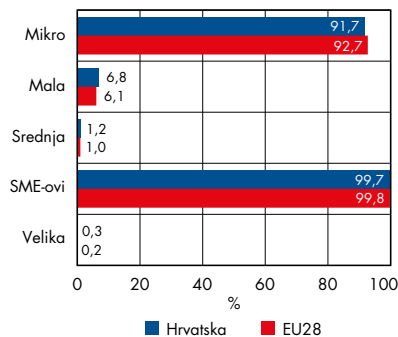


“dostupnost stručnog osoblja ili iskusnih menadžera” te “regulatorni okvir” kao trenutačno najveće probleme koji ometaju ili koče redovito odvijanje poslovanja. Izuzetak su Hrvatska, Cipar, Finska, Grčka i Slovenija, u kojima se problem pristupa financijama najčešće navodi kao najveći problem za mala i srednja poduzeća. Pozitivna kretanja malih i srednjih poduzetnika EU-a nastavila su se i u 2016., a očekuje se da će ova godina pokazati dodatni zamah. Prema procjenama Europske komisije i u sljedećem razdoblju očekuje se kako će rast malih i srednjih poduzeća biti uravnoteženiji u pogledu sektorskog rasta odnosno očekuje se da će svi glavni sektori sudjelovati u ukupnom usponu djelatnosti malih i srednjih poduzeća. Građevinarstvo i Proizvodnja će vjerojatno i dalje zaostajati za ostalim sektorima. Nadalje, očekuje se kako će države članice i dalje pokazivati veliku nejednačenost u smislu poslovnih kretanja i rezultata. U odnosu na 2015. godišnji rast dodane vrijednosti će vjerojatno blago usporiti.

Europska komisija u svojim nastojanjima usklađuje i prati kretanja SME-ova u zemljama članicama. Hrvatska vlada se donošenjem Strategije razvoja poduzetništva u RH 2013.–2020. nastoji uskladiti s EU-om u svim strateškim područjima. Zakon o malom poduzetništvu (eng. *Small Business Act*) vodeća je inicijativa politike EU-a kojom se podupiru mala i srednja poduzeća. Sastoji se od skupa mjera organiziranih oko deset načela, od poduzetništva i pristupačne javne uprave do izlaska na međunarodno tržište. Uspoređujući Hrvatsku s EU-om prema definiranim načelima profil Hrvatske relativno je slab s rezultatima u pogledu većine načela ispod prosjeka EU-a. Vlada je tijekom 2014. započela s nekoliko važnih mjera kojima se posebno usredotočilo na poduzetništvo (npr. Strategijom razvoja poduzetništva žena i programom “Poduzetnički impuls”). Prema analizama Europske komisije vidljiv je napredak u smanjivanju administrativnog opterećenja, međutim potrebni su dodatni naponi kako bi se ono dodatno smanjilo. Institucionalni okvir za promicanje trgovine treba osnažiti i donijeti sveobuhvatnu strategiju kako bi se SME-ovima pomoglo oko izvoza. I u području pristupa načinima financiranja rezultati za Hrvatsku niži su od prosjeka EU-a. Istodobno ukupno vrijeme koje je hrvatskim poduzećima potrebno za plaćanje računa također je poraslo, a povećao se i trošak zaduživanja za male zajmove u usporedbi s troškovima za velike zajmove (mali su zajmovi 2012. bili 9% skuplji od velikih zajmova, dok je 2014. njihov trošak bio gotovo 27% viši od troškova zaduživanja kod zajmova većih od 1 mil. eura). Međutim, spremnost banaka da daju kredit, procijenjena prema rezultatima anketnog upitnika poduzetnicima, značajno se poboljšala u posljednje dvije godine. Kad je riječ o izvozu, troškovi su i dalje viši te je i dalje potrebno više vremena za realizaciju samog izvoza nego u većem dijelu EU-a. Broj dokumenata koji su potrebni za izvoz ili uvoz najveći je unutar zemalja članica EU-a.

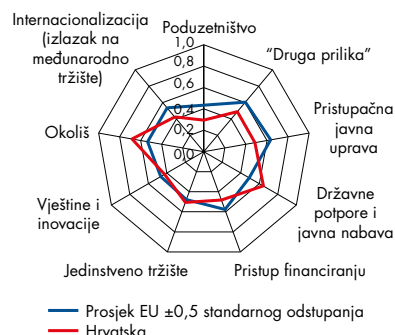
Promatrajući broj poduzeća, ukupnu zaposlenost te njihovu dodanu vrijednost SME u Hrvatskoj ne pokazuje značajnije razlike u odnosu na isti sektor u ostalim zemljama EU-a. U Hrvatskoj SME-ovi osiguravaju 55% ukupne dodane vrijednosti (u usporedbi s 58% u EU-u) te 67% ukupnih radnih mjesta, što je blizu prosjeka EU-a. Međutim, produktivnost, izražena kao dodana vrijednost po glavi stanovnika, i dalje je niska, pogotovo u mikropoduzećima s nula do devet zaposlenika. S druge strane, sektor ugostiteljstva više doprinosi dodanoj vrijednosti i zapošljavanju u SME-ovima od prosjeka u EU-u. Taj sektor osigurava više od 9% dodane vrijednosti hrvatskih SME-ova te gotovo 12% radnih mjesta. Loši rezultati SME-ova poprilično odražavaju rezultate malih poduzeća s 10 do 49 zaposleni-

### Usporedba SME-ova Hrvatska i EU prema broju poduzeća u 2015.



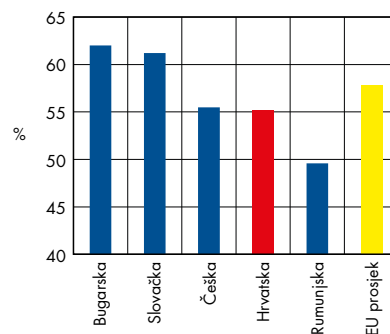
Izvori: Eurostat, Europska komisija, Raiffeisen istraživanja

### Usporedba Hrvatske i EU prema načelima Zakona o malom poduzetništvu za Europu



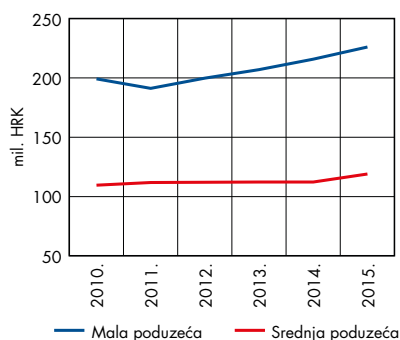
Izvori: Europska komisija, Raiffeisen istraživanja

### Dodana vrijednost (% u ukupnoj dodanoj vrijednosti poduzeća)



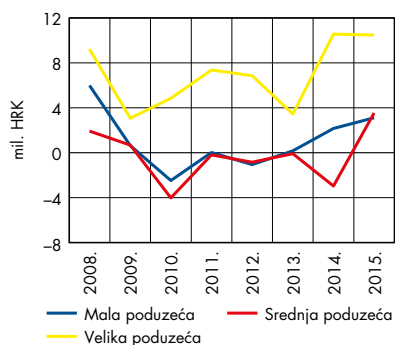
Izvori: Eurostat, Europska komisija, Raiffeisen istraživanja

## Ukupani prihod SME-ova u Hrvatskoj



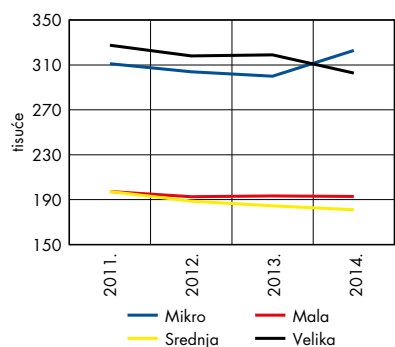
Izvori: FINA, Raiffeisen istraživanja

## Konsolidirani financijski rezultati – dobit ili gubitak razdoblja 2008.–2015. (Hrvatska)



Izvori: FINA, Raiffeisen istraživanja

## Kretanje broja zaposlenih u Hrvatskoj



Izvori: FINA, Raiffeisen istraživanja

ka jer se njihova dodana vrijednost 2015. u odnosu na 2008. smanjila za 32%, a broj radnih mjesta za 15%. Međutim, u pojedinim su sektorima ipak vidljiva pozitivna kretanja. Tako se od 2008. dodana vrijednost u informacijskom i komunikacijskom sektoru povećala za gotovo 27%, a broj radnih mjesta za više od 22%, što je vjerojatno posljedica usmjerenja tih sektora sve više na izvoz zbog čega su mogli uspješnije prevladati krizu koja je dominirala domaćim tržištem. Tu je važno naglasiti i konkurentnost u pogledu kvalitete proizvoda, ali i ljudskih potencijala.

Promatrajući financijske rezultate poduzetnika u Hrvatskoj u razdoblju od 2008. do 2015. vidljivo je kako je 2008. bila uspješna za sve grupacije poduzetnika. I dok su veliki poduzetnici nastavili poslovati s pozitivnim predznakom, mali i srednji poduzetnici u razdoblju od 2010. do 2013. godine bilježe lošije rezultate. Od 2008. dodana vrijednost malih i srednjih poduzeća smanjila se za više od 25%, a broj radnih mjesta u njima za gotovo 13%. Snažniji oporavak malih poduzetnika vidljiv je u 2014., dok su tek u 2015. ponovo sve kategorije zabilježile pozitivan financijski rezultat. Nadalje, prema podacima Fine sektor SME-a (koji uključuje poduzeća koja Fini podnose financijska izvješća) pokazuje znakovite oporavka odnosno rasta izvozne aktivnosti kontinuirano od 2010. godine. U Hrvatskoj su u 2015. poslovala 106.221 mikro, mala i srednja poduzeća, što predstavlja 99,7% ukupno registriranih poduzeća, te su sudjelovala s 54% u ukupnom prihodu i 50,3% u izvozu Hrvatske.

Najveći broj poduzeća koncentriran je u sektoru uslužnih djelatnosti (65%). Prema podacima DZS-a za 2014. godinu 47% svih poduzeća odnosi se na poduzeća koja djeluju unutar kategorije trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima. Od ukupnog broja poduzeća u navedenoj kategoriji 99,8% odnosi se na poduzeća u SME segmentu, pri čemu je pak najveći broj, odnosno 92,7% u mikro segmentu. Slijede kategorije stručne znanstvene i tehničke djelatnosti te djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane s 15,8% odnosno 13,3% udjela u ukupnom broju SME poduzeća. Na sektor proizvodnje u Hrvatskoj otpada 13,6% svih poduzeća. U okviru prerađivačke industrije u kojoj, prema podacima DZS-a, za 2014. godinu posluje 20,087 poduzeća od čega 83,6% otpada na mikro, a 12,6% na mala poduzeća, mali gospodarstvenici koncentrirani su u podsektorima: Metalni proizvodi, osim strojeva i opreme (17,2%), Proizvodnja prehrambenih proizvoda (12,3%), Proizvodi od drva i pluta, osim namještaja (9,3%), Tiskanje i umnožavanje snimljenih zapisa (7,3%), Proizvodnja proizvoda od gume i plastike (5,9%). Samo 3,4% malih gospodarstvenika bavilo se proizvodnjom računala, elektroničkih i optičkih proizvoda, najperspektivnijim sektorom koji bilježi najbolje poslovne rezultate.

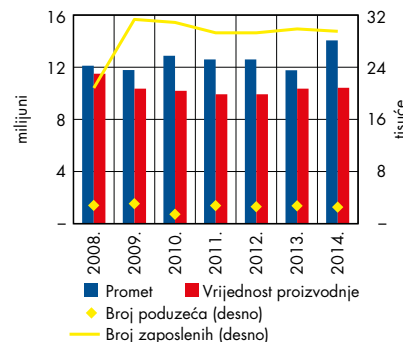
Vlasnicima SME-ova u Hrvatskoj dostupni su tradicionalni izvori financiranja koji predstavljaju banke i kreditne linije te Vladini programi poticaja i subvencioniranih kreditnih linija. Tržište kapitala odnosno financiranje izdavanjem vrijednosnih papira, dužničkih ili vlasničkih, još je uvijek rezervirano za velika poduzeća. Nadalje, alternativni i neformalni oblici financiranja, ali i ponuda rizičnog kapitala još su uvijek vrlo ograničeni na hrvatskom tržištu. Međunarodni projekt GEM u sklopu svojeg istraživanja ocjenjuje i dostupnost financijskih sredstava. U svim godinama provedbe istraživanja (2002.–2015.) u Hrvatskoj je ocjena, na ljestvici od 1 do 5, bila niža od 3, što upućuje na to da je dostupnost financijskih sredstava više prepreka nego poticaj za razvoj poduzetničke aktivnosti.

Analizom podataka o poslovnoj demografiji dolazi se do zaključka kako ne postoje suvisli i pouzdani podaci o novootvorenim i zatvorenim poduzećima u Hrvatskoj. Podaci o novootvorenim poduzećima relativno su dobri zbog reguliranog procesa pokretanja poslovanja, međutim nije lako dobiti podatke o zatvaranjima poduzeća. Zatvaranje poduzeća trebalo bi prijaviti kada poduzeće prestane obavljati gospodarsku djelatnost koja pridonosi BDP-u, no to nije lako zabilježiti, posebice kada zatvaranje poduzeća nije prisilno, kao što je primjerice slučaj u stečajnom postupku. Ukupni broj postojećih poduzeća uključuje i poduzeća koja nisu aktivna i samim time otežava analizu. Pad broja aktivnih poduzeća koji je trajao u razdoblju od 2010. do 2013. zaustavljen je laganim rastom 2014., koji se nastavio i u 2015. Rast broja aktivnih poduzeća zabilježen je u većini područja djelatnosti od 2013. do 2015., a najizraženiji je bio u djelatnostima: Informacije i komunikacije i Umjetnost, zabava i rekreacija. Konstantan pad broja aktivnih poduzeća najizraženiji je u građevinarstvu, trgovini te djelatnostima prijevoza i skladištenja, što je bilo popraćeno i padom u broju zaposlenih osoba u tim područjima. Broj rođenja poduzeća i dalje ne pokazuje dugoročniji trend, no 2015. zabilježen je porast ukupnog broja rođenja poduzeća za oko 20% u odnosu na 2014. Porast je najizraženiji u područjima uslužnih djelatnosti. Smrti poduzeća bile su u opadanju do 2014., kada je zabilježen manji porast broja smrti u odnosu na 2013. U značajnom broju slučajeva prekid poslovne aktivnosti dogodio se jer se vlasnik poduzeća odlučio fokusirati na drugu poslovnu priliku a da pritom nije prodao poduzeće ili na neki drugi način osigurao njegovu egzistenciju.

Zaključno, mala i srednja poduzeća imaju nezamjenjivu ulogu u svakom gospodarstvu. Ona su pokretači rasta svake ekonomije, najdinamičniji i najrizičniji segment gospodarske kulture. Njihova je važnost dvostruka: ključni su izvor zaposlenja, dok s druge strane u toj važnoj karici ekonomskog lanca stvaraju se poduzetnički duh i inovacije, razvijaju nove ideje, tvrtke i proizvodi. Tisuće poduzetnika testiraju svoje zamisli i sposobnosti, a mnogi se okušaju kao poduzetnici samo zato da prežive ili nadomjeste premala primanja. Njihova je uloga nužna za njegovanje konkurentnosti i održavanje zaposlenosti te u velikoj mjeri sudjeluju u kreiranju ukupnog makroekonomskog rezultata svake ekonomije. Izgledno je da će se i u godini pred nama nastaviti gospodarski oporavak. Očekujemo nastavak rasta broja zaposlenih i broja samih poduzeća uz ubrzanje rasta dodane vrijednosti. Najsnažniji rast očekujemo u segmentu mikropoduzeća pri čemu izraženiji rast očekujemo u sektoru Informacija i komunikacija, dok će sektori Građevinarstva i Proizvodnje i dalje zaostajati. Pozitivno kretanje očekujemo i kao posljedicu smanjenja stope poreza na dobit (na 12% za poljoprivrednike, obrtnike i male poduzetnike s godišnjim prihodima manjim od 3 mil. kuna). Uvjeti financiranja na domaćem tržištu za sve sektore kontinuirano se poboljšavaju. Kamatne stope banaka za stanovništvo i poduzeća u kontinuiranom su padu i na povijesnim su minimumima. Povoljna kretanja bilježe se i za standarde odobravanja kredita koji se ublažavaju, a primjetan je i skok kreditne potražnje. Očekujemo nastavak poboljšanja uvjeta kreditiranja podržan daljnjim padom kamatnih stopa, što će svakako imati pozitivan utjecaj na daljnji razvoj i rast SME-ova i posljedično cjelokupne gospodarske aktivnosti.

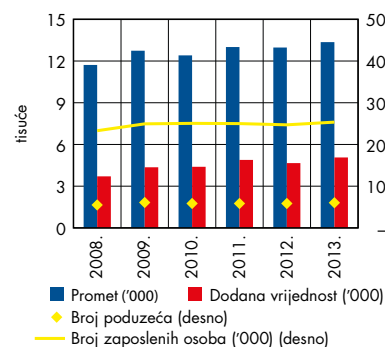
Elizabeta Sabolek Resanović

## Proizvodnja prehrambenih proizvoda (Hrvatska)



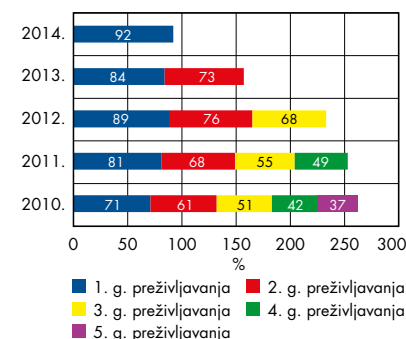
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Informacije i komunikacije (Hrvatska)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Stopa preživljavanja poduzeća\* rođenih od 2010. do 2014. (Hrvatska)

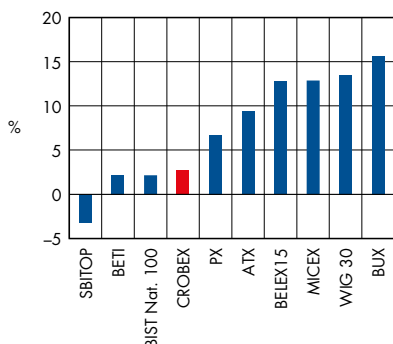


\* Stopa preživljavanja pokazuje koliko je poduzeća nastavilo neprekinutu aktivnost nakon godine rođenja (u %)  
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Dobra godina za indeks CROBEX

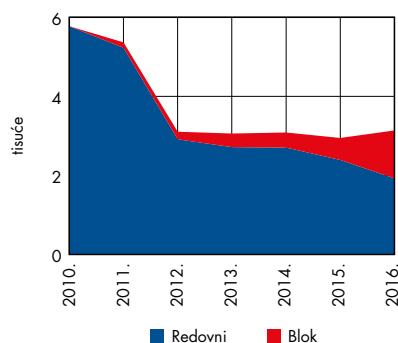
- Regionalni dionički indeksi nastavili rast i u posljednjem tromjesečju 2016.
- CROBEX s rastom od 18% u 2016. pri vrhu ljestvice u regiji
- Blok transakcije sve značajnije u trgovanju dionicama na Zagrebačkoj burzi

### Regionalni indeksi – prinosi u 4. tromjesečju 2016.\*



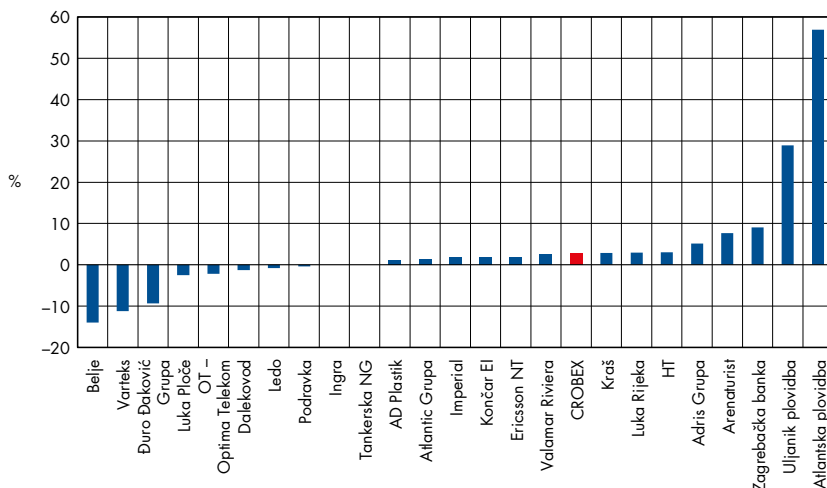
\* u lokalnoj valuti na datum 31.12.2016. (18:30 sati)  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Promet dionicama



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Povrati sastavnica CROBEX-a u četvrtom tromjesečju 2016. (dividende nisu uključene)\*



\* povrati izračunati na datum 31.12.2016. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Gotovo svi dionički indeksi regije SIE zabilježili su solidan rast i u posljednjem tromjesečju 2016., i to uglavnom na krilima dobrih makroekonomskih podataka i ekspanzivne monetarne politike kao i očekivanog snažnog rasta zarada kompanija. Najviši rast ostvario je mađarski indeks BUX (+15,7%) zahvaljujući podizanju kreditnog rejtinga države na investicijsku razinu, a zatim slijede poljski WIG 30 i ruski MICEX. Na rast WIG-a 30 utjecao je uglavnom rast sastavnica energetskog i metalurškog sektora, dok su poljski makroekonomski podaci uglavnom pogoršani zbog još uvijek prisutne političke nesigurnosti. Indeksu MICEX tradicionalno je u prilog išao rast cijena nafte. Od promatranih regionalnih indeksa samo je slovenski SBITOP tromjesečje zaključio u minusu, a turski indeks BIST 100 je unatoč negativnim unutarnjim čimbenicima ipak ostvario rast, uglavnom zbog globalnog pozitivnog sentimenta.

Nakon snažnog rasta hrvatskog dioničkog tržišta u trećem tromjesečju, kraj godine je, kao što smo i očekivali, donio usporavanje rasta CROBEX-a, što možemo pripisati relativno visokom vrednovanju. Naime, CROBEX je četvrto tromjesečje zaključio s plusom od 2,8%, dok je od početka 2016. zabilježen rast od 18%. Time se CROBEX svrstava među dioničke indekse u regiji s najveći rastom. Ukupna tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi na kraju tromjesečja iznosila je 143,2 mlrd. kuna, što je također rast od 2,8% tijekom tromjesečja te 16,5% više u odnosu na kraj 2015. Gledano prema sektorima, u četvrtom tromjesečju su rast vrijednosti ostvarili samo indeksi dionica prehrambenog i industrijskog sektora, dok su na godišnjoj razini u plusu bili svi sektorski indeksi predvođeni CROBEXturistom. Od sastavnica CROBEX-a samo je osam dionica ostvarilo povrate veće od indeksa u zadnjem tromjesečju, a uvjerljivo najviši rast su zabilježili brodari Atlantska i Uljanik plovilba zbog rasta Baltic Dry Indeksa. Na začelju ljestvice našle su se dionice Belja i Varteksa. U promatranom razdoblju najviše se trgovalo dionicama Adris grupe (ukupni promet redovnim i po-

vlaštenim dionicama 179 mil. kuna), dionicama Hrvatskog telekoma (ukupni promet 93,8 mil. kuna) te dionicama Valamar Riviere (ukupni promet 77,6 mil. kuna). Na razini godine redovni je promet bio manji nego u 2015. (ukupno 1,9 mlrd. kuna; pad od 13,4%), ali je blok promet bio udvostručen na 1,2 mlrd. kuna, čime je ukupni promet u 2016. porastao za 13,5% u odnosu na prethodnu godinu.

Ana Turudić i Nada Harambašić Nereau

## Optimistična očekivanja i hrabre najave

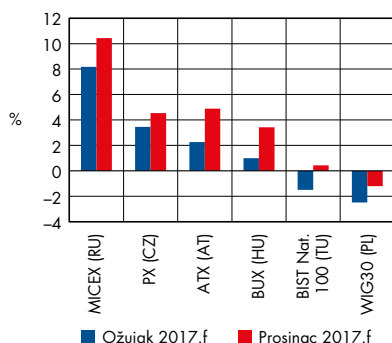
- Očekujemo dinamičnu godinu u akvizicijama
- Pozitivan sentiment na Zagrebačkoj burzi mogao bi se nastaviti i u 2017.
- Likvidnost i slabljenje averzije prema riziku poticajni za regionalne indekse

### Rezultati poslovanja u I.–III. 2016. (iznosi u mil. HRK)

Kompanija	Prihod od prodaje	God. promjena	Neto dobit
Ad Plastik	715,8	-6,0%	31,2
Adris Grupa	3.178,9	-26,0%	502,6
Arenaturist	404,0	17,9%	102,1
Atlantic Grupa	3.782,2	-4,9%	231,0
Atlantska Plovidba	215,1	-14,7%	-35,7
Belje	1.126,1	1,4%	-38,4
Croatia Osiguranje	2.334,0	0,3%	157,2
Dalekovod	771,8	-6,7%	44,4
Đuro Đaković G.	426,4	35,7%	-10,5
Ericsson N.T.	1.134,3	17,2%	58,2
Granolio	562,6	-2,0%	-3,1
HPB	634,8	3,2%	154,2
Hrvatski Telekom	5.184,4	-0,1%	751,9
Hup-Zagreb	245,0	19,4%	59,5
Ina	11.013,0	-26,3%	324,0
Jadranski Naftovod	524,9	11,3%	183,9
Jamnica	2.259,1	3,9%	307,4
Končar - El	1.929,9	-13,1%	69,1
Kraš	686,1	2,5%	5,0
Ledo	1.966,6	0,9%	336,4
Liburnia Riviera H.	233,0	5,5%	40,6
Maistra	925,9	8,7%	278,9
OT-Optima Telekom	340,7	2,9%	9,3
Petrokemija	1.376,4	-27,0%	-30,7
Plava Laguna	948,8	0,9%	362,0
Podravka	3.030,8	23,1%	142,2
PBZ	3.236,7	6,0%	1.216,2
Tankerska NG	189,9	139,3%	36,5
Tehnika	375,6	-20,1%	-16,3
Uljanik Plovidba	134,3	-22,6%	-39,3
Valamar Riviera	1.382,5	14,8%	499,2
Viadukt	456,3	-12,8%	-5,3
Viro T.Š.	537,9	-24,3%	-10,3
Vupik	267,4	1,6%	-5,4
Zagrebačka Banka	3.943,8	9,7%	1.407,5

Izvori: ZSE, Ekonomska istraživanja

### Očekivano kretanje dioničkih indeksa\*



\* u odnosu na datum 31.12.2016. (18:30 sati) u lokalnoj valuti  
Izvori: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

Sudeći po najavama već od samog početka, ova godina bi mogla biti vrlo dinamična po preuzimanjima i prodajama. Naime, Atlantic Grupa radi na preuzimanju kompanije u zapadnoj Europi, Podravka aktivno traži mete za preuzimanje u Europskoj uniji i Rusiji, Hrvatski Telekom će preuzeti 76,5% udjela u Crnogorskom Telekomu, a Vlada se sprema otkupiti udio od MOL-a u INA-i i namjerava to financirati prodajom udjela od 25% minus jedne dionice u HEP-u. Očekujemo da će Vlada i ove godine nastaviti s prodajama manjinskih udjela te udjela u kompanijama iz turističkog sektora za koje postoje zainteresirani strateški kupci.

Gledajući rezultate najvećih kompanija, čije su dionice uvrštene na Zagrebačkoj burzi, u prvih devet mjeseci 2016. zapažamo da je poboljšanje rezultata kompanija iz turističkog sektora bilo u skladu s očekivanjima, pri čemu je HUP-Zagreb prednjačio rastom prihoda od prodaje (+19,4%) i EBITDA marže (+638 bb), dok su Plava Laguna i Valamar Riviera uz solidan rast operativnog rezultata ostvarile i rast neto marže preko 700 bb u odnosu na isto razdoblje 2015. Poboljšanje rezultata imale su i banke koje su osim dobiti od prodaje udjela u Visa Europe Limited imale i niže troškove financiranja u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Građevinske i brodarske kompanije (osim Tankerske Next Generation) imale su pad prihoda od prodaje i pad profitnih marži (osim Dalekovoda). Kompanije iz prehrambenog i industrijskog sektora imale su raznolike rezultate. U posljednjem tromjesečju u 2017. godini očekujemo nastavak solidnih ostvarenja u turističkom sektoru kao i poboljšanje rezultata građevinskih kompanija na krilima snažnog investicijskog ciklusa u turizmu. Također, porezna reforma mogla bi se pozitivno odraziti na rezultate maloprodajnih kompanija i proizvođača robe široke potrošnje, a smanjenje poreza na dobit pozitivno će se odraziti na rezultate svih kompanija koje posluju profitabilno.

Nakon već ostvarenog solidnog rasta vrijednosti u 2016. CROBEX je nastavio uzlaznu putanju i u ovoj godini na krilima optimističnih očekivanja za turističku sezonu te najavama akvizicija. Zbog i dalje pozitivnog sentimenta na razvijanim dioničkim tržištima, visoke likvidnosti u sustavu i slabljenja averzije prema riziku očekujemo da će regionalni indeksi (uglavnom) nastaviti rasti<sup>1</sup> i u prvom tromjesečju 2017. Pri tome smo manje optimistični u pogledu rasta poljskih i turskih dionica, a više optimistični prema mađarskim i ruskim dionicama. S druge strane, averzija prema riziku i optimizam ovisit će i o mjerama nove američke administracije.

Ana Turudić i Nada Harambašić Nereau

<sup>1</sup> Raiffeisen RESEARCH, Central & Eastern European Strategy 1st quarter 2017, <http://www.rzb.at/eBusiness/services/resources/media/832624473864488257-829189181316930732-1209747799742833060-1-2-EN.pdf>

# Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

## Ekonomika 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

bb – bazni bod

BDP – bruto domaći proizvod

CIS – Zajednica neovisnih država

DZS – Državni zavod za statistiku

e – procjena (*estimate*)

ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa

ESB – Europska središnja banka

EU – Europska unija

EUR – euro

Euribor – Euro Interbank Offered Rate

Eurostat – Statistički ured Europske unije

f – prognoza (*forecast*)

Fed – Federal Reserve System

FINA – Financijska agencija

FOMC – The Federal Open Market Committee

god., g – godina

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HNB – Hrvatska narodna banka

HRK – kuna

HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje

ILO – International Labour Organisation

JIE – zemlje Južne i Istočne Europe

kr – kraj razdoblja

LIBOR – London Interbank Offered Rates

m – mjesec

MF – Ministarstvo financija

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

OPEC – Organization of the Petroleum Exporting Countries

pb – postotni bod

PDV – porez na dodanu vrijednost

pr – prosjek razdoblja

QE – Quantitative easing

RBA – Raiffeisen Bank

SAD – Sjedinjene Američke Države

SDA – Središnja depozitarna agencija

SE – zemlje Srednje Europe

SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe

SME – Small and Medium Enterprises (mala i srednja poduzeća)

USD – američki dolar

UST – US Treasury, američka državna obveznica

ZIBOR – Zagreb Interbank Offered Rates

ZSE – Zagreb Stock Exchange

## Grafička priprema

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

## Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Magazinska 69, 10000 Zagreb

www.rba.hr

tel.: 01/45 66 466, telefaks: 01/48 11 626

Publikacija je dovršena 16. siječnja 2017.

Publikacija odobrena od strane urednika: 25. siječnja 2017. u 11:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 25. siječnja 2017. u 11:15 sati

ISSN 1332-9391



## Izjava o odricanju odgovornosti

*Izdavatelj publikacije:* Raiffeisenbank Austria d.d. Magazinska cesta 69, 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. Ulagачima 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 rasponne. 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.