

RBA Analize

broj 65
travanj 2017.

U sjeni Agrokora gospodarstvo nastavlja rasti

- Osobna potrošnja i izvoz predvode rast
- Niske kamatne stope i povratak inflacije
- Demografsko osipanje – srednjoročni rizik
- CROBEX pod utjecajem krize u Agrokoru

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Dziejwul

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

U sjeni Agrokora gospodarstvo nastavlja rasti	5
---	---

Realni sektor i inflacija

Solidan početak godine i ohrabrujuće naznake sezone	6
---	---

Odnosi s inozemstvom

Smanjenje vanjske ranjivosti	8
------------------------------------	---

Tečaj i monetarna politika

Jačanje kune u uvjetima visoke likvidnosti i niskih kamatnih stopa	9
--	---

Fokus tema: Fiskalna politika

U srednjoročnom fokusu: održivost fiskalne prilagodbe	10
---	----

Tržište duga

Nova zaduživanja u skladu s planom	13
--	----

Financijski sustav

Novi izazovi za poslovanje banaka	15
---	----

Politike središnjih banaka

Restriktivan Fed, ekspanzivan ESB	16
---	----

Nafta

OPEC dodatno smanjuje proizvodne kvote?	17
---	----

Tržište dionica

Poništeni dobiti s početka godine	18
Neizvjesnost zbog Agrokora	19

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.e	2018.f
BDP i proizvodnja									
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-1,7	-0,3	-2,2	-1,1	-0,5	1,6	2,9	3,3	2,8
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	45.022	44.737	43.959	43.516	43.002	43.870	45.581	45.577	49.601
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.479	10.451	10.301	10.220	10.147	10.352	10.771	10.849	11.810
Trgovina na malo, % promjena, realno	-2,1	0,6	-4,1	-0,6	0,4	2,4	4,0	4,5	3,0
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	-1,4	-1,2	-5,5	-1,8	1,2	2,7	5,3	4,2	3,8
Cijene, nezaposlenost i proračun									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	1,8	2,1	4,7	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,4	2,1
%, prosjek	1,1	2,3	3,4	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,9	1,6
Proizvođačke cijene ¹ , %, 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	1,5	2,2
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	17,4	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	14,8	14,2	13,7
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	11,6	13,7	15,9	17,4	17,3	16,3	13,1	12,2	11,2
Prosječna neto plaća, u HRK	5.343	5.441	5.478	5.515	5.534	5.594	5.685	5.827	5.932
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-6,2	-7,8	-5,3	-5,3	-5,4	-3,4	-0,8	-1,9	-2,0
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	191,3	216,7	233,6	270,8	284,2	289,6	289,1	295,8	302,0
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	58,3	65,2	70,7	82,2	86,6	86,7	84,2	82,6	80,6
Bilanca plaćanja i dug									
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	17.007	18.126	18.336	18.771	19.691	21.512	22.801	24.308	25.530
% promjena	9,2	6,6	1,2	2,4	4,9	9,3	6,0	6,6	5,0
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	17.158	18.302	18.116	18.573	18.843	20.414	21.366	22.567	23.820
% promjena	-0,5	6,7	-1,0	2,5	1,4	8,3	4,7	5,6	5,6
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	-1,1	-0,7	0,0	1,0	2,1	4,8	2,6	2,5	2,2
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	13.707	13.514	13.700	14.000
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	7,5	7,3	7,4	8,3	8,1	8,1	7,6	7,3	7,1
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	1.066	1.017	1.150	737	2.292	192	1.706	1.600	1.800
Noćenja turista, % promjena	2,6	7,0	4,0	3,3	2,6	7,7	9,0	4,0	3,0
Inozemni dug, mlrd. EUR	46,9	46,4	45,3	45,8	46,4	45,4	41,7	40,9	41,9
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	104,2	103,7	103,0	105,3	107,9	103,4	91,4	89,7	84,4
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	275,8	256,0	247,0	244,0	235,7	211,0	182,7	168,1	164,0
Financijski pokazatelji									
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,57	5,82	5,73	5,55	6,30	6,99	7,17	7,35	7,01
pr, USD/HRK	5,50	5,34	5,85	5,71	5,75	6,86	6,80	7,23	7,10
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,39	7,53	7,55	7,64	7,66	7,64	7,56	7,50	7,50
pr, EUR/HRK	7,29	7,43	7,52	7,57	7,63	7,61	7,53	7,45	7,46
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	48,0	51,5	51,9	57,9	63,4	70,7	83,5	86,8	90,5
% promjena	1,7	7,3	0,9	11,5	9,6	11,4	18,1	4,0	4,3
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	232,8	246,0	254,7	264,9	273,3	287,4	300,9	312,3	320,5
% promjena	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,1	4,7	3,8	2,6
Plasmani, mlrd. HRK, kr	245,6	257,4	242,1	240,8	237,0	230,0	221,5	218,2	221,5
% promjena	4,7	4,8	-5,9	-0,5	-1,6	-2,9	-3,7	-1,5	1,5
ZIBOR 3m, %, pr	2,4	3,2	3,4	1,5	1,0	1,2	0,9	0,6	0,8
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	4,0	3,9	3,9	2,5	1,9	1,5	1,0	0,6	0,7

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

BDP, realna godišnja promjena (%)

	2015.	2016.	2017.e	2018.f
Poljska	3,9	2,8	3,3	3,0
Mađarska	3,1	2,0	3,2	3,4
Češka	4,6	2,3	2,7	2,5
Slovačka	3,8	3,3	3,3	4,0
Slovenija	2,3	2,5	2,7	2,5
SE	3,9	2,6	3,1	3,0
Hrvatska	1,6	2,9	3,3	2,8
Bugarska	3,6	3,4	3,3	3,3
Rumunjska	3,9	4,8	4,2	3,5
Srbija	0,7	2,8	3,0	3,0
BiH	3,0	2,5	3,0	3,5
Albanija	2,6	3,5	4,0	4,0
JIE	3,1	3,9	3,7	3,3
Rusija	-2,8	-0,2	1,0	1,5
Ukrajina	-9,9	2,2	2,0	3,0
Bjelorusija	-3,8	-2,6	-0,5	1,5
CIS	-3,3	-0,1	1,0	1,6
Austrija	1,0	1,5	1,7	1,5
Njemačka	1,5	1,8	1,7	1,5
Eurozona	2,0	1,8	1,9	1,7
SAD	2,6	1,6	2,4	2,2

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

	2015.	2016.	2017.e	2018.f
Poljska	-0,9	-0,6	1,9	2,2
Mađarska	0,0	0,3	3,3	3,0
Češka	0,3	0,7	2,4	1,5
Slovačka	-0,3	-0,5	1,1	2,0
Slovenija	-0,8	-0,2	1,5	1,9
SE	-0,5	-0,2	2,1	2,1
Hrvatska	-0,5	-1,1	1,9	1,6
Bugarska	-0,1	-0,8	1,3	2,0
Rumunjska	-0,6	-1,5	0,9	2,9
Srbija	1,4	1,2	2,5	2,9
BiH	-1,0	-1,1	2,0	2,0
Albanija	1,8	1,3	2,5	2,7
JIE	-0,2	-0,9	1,4	2,5
Rusija	15,6	7,1	4,7	4,5
Ukrajina	48,7	13,9	10,7	7,5
Bjelorusija	13,5	12,0	12,0	11,0
CIS	17,5	7,7	5,3	4,9
Austrija	0,8	1,0	2,0	2,1
Njemačka	0,1	0,4	1,9	2,2
Eurozona	0,0	0,2	1,8	1,5
SAD	0,1	1,2	2,5	2,5

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

	2015.	2016.	2017.e	2018.f
Poljska	6,1	-5,5	5,5	5,4
Mađarska	1,9	-15,5	6,4	7,0
Češka	9,1	-3,6	4,0	3,1
Slovačka	16,9	-9,3	4,5	4,0
Slovenija	1,0	-3,1	n.v.	n.v.
SE	6,9	-6,7	5,0	4,8
Hrvatska	1,6	4,6	5,8	6,0
Bugarska	2,7	-4,0	2,4	4,5
Rumunjska	8,3	0,0	6,5	7,0
Srbija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
BiH	3,0	3,5	8,5	10,0
Albanija	7,9	7,0	n.v.	n.v.
JIE	5,1	0,4	4,9	5,5
Rusija	-9,4	-1,4	3,0	4,0
Ukrajina	-9,3	5,0	5,0	5,0
Bjelorusija	-15,9	n.v.	n.v.	n.v.
CIS	-9,6	-1,0	3,0	3,9
Austrija	0,7	2,9	2,5	2,2
Njemačka	1,1	2,1	2,1	n.v.
Eurozona	2,2	3,0	3,3	3,3
SAD	4,0	0,7	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

	2015.	2016.	2017.e	2018.f
Poljska	-0,6	-0,5	-0,8	-1,0
Mađarska	4,3	3,5	3,2	3,0
Češka	0,2	1,1	1,1	1,2
Slovačka	0,2	-0,6	0,5	1,4
Slovenija	5,2	6,8	6,6	6,2
SE	0,5	0,4	0,3	0,2
Hrvatska	4,8	2,6	2,5	2,2
Bugarska	0,4	3,8	3,4	1,0
Rumunjska	-1,2	-2,4	-3,6	-3,8
Srbija	-4,6	-3,9	-3,7	-3,5
BiH	-5,6	-5,4	-7,0	-7,7
Albanija	-13,6	-13,6	-13,6	-12,1
JIE	-1,2	-1,6	-2,4	-2,8
Rusija	5,1	1,7	4,9	5,5
Ukrajina	-0,1	-3,7	-4,6	-3,8
Bjelorusija	-3,8	-3,6	-3,7	-3,6
CIS	4,4	1,1	4,1	4,7
Austrija	1,9	1,7	2,1	2,2
Njemačka	8,3	8,3	8,5	8,0
Eurozona	3,0	3,3	3,3	3,1
SAD	-2,6	-2,6	-3,5	-3,5

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

	2015.	2016.	2017.e	2018.f
Poljska	-2,6	-2,6	-3,0	-3,2
Mađarska	-2,0	-2,0	-2,5	-3,0
Češka	-0,6	0,0	-0,2	0,0
Slovačka	-2,7	-2,5	-2,0	-2,0
Slovenija	-2,7	-2,5	-2,1	-1,7
SE	-2,1	-2,0	-2,2	-2,3
Hrvatska	-3,4	-0,8	-1,9	-2,0
Bugarska	-2,8	1,6	-1,5	-2,0
Rumunjska	-0,8	-2,6	-3,6	-3,8
Srbija	-3,7	-1,3	-1,8	-1,8
BiH	0,7	-1,5	-1,0	-1,0
Albanija	-4,0	-2,5	-2,0	-1,0
JIE	-1,8	-1,6	-2,7	-2,8
Rusija	-3,6	-3,7	-2,6	-2,4
Ukrajina	-2,3	-3,0	-4,0	-3,0
Bjelorusija	1,8	1,5	0,0	0,0
CIS	-3,3	-3,5	-2,6	-2,3
Austrija	-1,1	-1,6	-1,2	-1,1
Njemačka	0,7	0,2	0,1	0,0
Eurozona	-2,1	-1,7	-1,4	-1,4
SAD	-2,4	-3,2	-3,5	-2,6

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2015.	2016.	2017.e	2018.f
Poljska	51,1	52,8	53,2	53,7
Mađarska	75,2	73,9	73,2	72,4
Češka	40,3	37,9	36,8	35,8
Slovačka	52,5	52,6	52,5	52,2
Slovenija	83,1	81,3	79,9	77,9
SE	53,8	53,9	53,7	53,5
Hrvatska	86,7	84,2	82,6	80,6
Bugarska	25,6	29,1	29,0	31,0
Rumunjska	38,0	37,6	38,7	40,1
Srbija	74,7	71,6	70,5	66,4
BiH	42,8	42,5	42,8	42,5
Albanija	72,2	70,5	69,0	65,0
JIE	47,8	47,4	47,6	47,7
Rusija	12,7	13,5	14,0	14,5
Ukrajina	72,6	76,5	78,4	73,0
Bjelorusija	36,5	39,0	38,7	36,5
CIS	17,2	18,2	18,8	18,8
Austrija	85,5	84,6	81,4	79,8
Njemačka	71,2	68,6	66,3	64,0
Eurozona	90,4	89,3	88,3	87,2
SAD	101,9	105,5	105,6	104,9

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2015.	2016.	2017.e	2018.f
Poljska	70,3	74,4	74,8	74,2
Mađarska	106,2	98,3	89,1	83,5
Češka	69,4	73,2	76,2	74,0
Slovačka	85,4	88,8	87,4	84,8
Slovenija	116,6	108,8	104,1	103,0
SE	64,8	66,6	66,4	65,0
Hrvatska	103,5	91,4	85,0	83,3
Bugarska	75,3	73,3	69,3	68,6
Rumunjska	56,5	54,7	53,0	52,8
Srbija	81,6	74,2	70,7	66,6
BiH	53,4	54,7	54,9	54,2
Albanija	72,6	71,7	68,8	67,0
JIE	68,4	64,8	61,9	60,9
Rusija	37,9	39,1	30,5	26,0
Ukrajina	131,5	131,8	124,4	118,2
Bjelorusija	70,2	79,2	73,1	74,8
CIS	44,7	46,4	37,4	32,9
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	126,2	126,2	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjeak)

	2015.	2016.	2017.e	2018.f
Poljska	4,18	4,36	4,33	4,23
Mađarska	309,93	311,47	311,81	316,88
Češka	27,28	27,03	26,50	25,53
Slovačka	Euro	Euro	Euro	Euro
Slovenija	Euro	Euro	Euro	Euro
Hrvatska	7,61	7,53	7,45	7,46
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,45	4,49	4,50	4,50
Srbija	120,73	123,13	123,78	124,88
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	139,72	137,33	136,90	139,38
Rusija	68,01	74,14	61,95	64,31
Ukrajina	24,33	28,27	27,92	29,60
Bjelorusija	1,77	2,20	2,11	2,50
Austrija	Euro	Euro	Euro	Euro
Njemačka	Euro	Euro	Euro	Euro
Eurozona	Euro	Euro	Euro	Euro
SAD	1,11	1,11	1,03	1,09

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Rejting*

	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	BBB+	A2	A-
Mađarska	BBB-	Baa3	BBB-
Češka	AA-	A1	A+
Slovačka	A+	A2	A+
Slovenija	A	Baa3	A-
Hrvatska	BB	Ba2	BB
Bugarska	BB+	Baa2	BBB-
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Srbija	BB-	Ba3	BB-
BiH	B	B3	NR
Albanija	B+	B1	NR
Rusija	BB+	Ba1	BBB-
Ukrajina	B-	Caa3	B-
Bjelorusija	B-	Caa1	B-
Austrija	AA+	Aa1	AA+
Njemačka	AAA	Aaa	AAA
SAD	AA+	Aaa	AAA

* dugoročno zaduživanje, strana valuta
Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

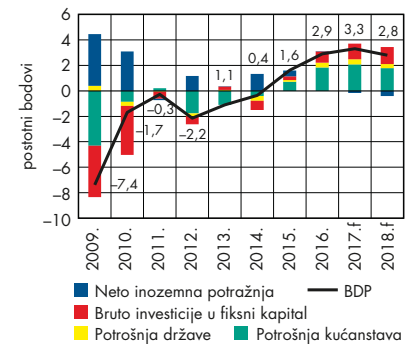
U sjeni Agrokorra gospodarstvo nastavlja rasti

Povratak političke stabilnosti, iznadočekivani rast gospodarstva te naposljetku bitno povoljniji fiskalni pokazatelji u 2016. za nagradu su donijeli stabilizaciju kreditnog rejtinga Republike Hrvatske od strane tri glavne rejting agencije. On je i dalje daleko ispod investicijske razine te jasno upozorava da se za povratak u "klub poželjnih" još podosta mora učiniti, osobito u segmentu strukturnih politika koje su neophodne da se rast učini održivijim, a gospodarstvo manje ranjivim. Za razliku od pretkriznog vremena, rast se i dalje odvija u uvjetima nominalnog razduživanja svih sektora, ali i uz preusmjeravanje (re)financiranja financijskih obveza na domaće izvore financiranja, čime se polagano mijenja i valutna struktura duga u korist domaće valute. Unatoč usporavanju gospodarske aktivnosti na tromjesečnoj osnovi, izgledno je da će prva objava BDP-a za razdoblje od siječnja do ožujka donijeti solidan realan godišnji rast. Predvodnici rasta u prvom tromjesečju bit će osobna potrošnja, ali i izvoz roba i usluga. Visoke stope rasta izvoza roba potvrđuju pozitivne učinke ulaska u jedinstveno europsko tržište, ali prije svega činjenicu da se sve više hrvatskih poduzeća (osobito malih i srednjih) okreće inozemnom tržištu. Povećanjem prihoda od izvoza u bilancama umanjuje se ovisnost o razmjerno malom hrvatskom tržištu, brže se prenose nova znanja i tehnologije, umanjuje se ranjivost gospodarstva te se omogućava stvaranje novih radnih mjesta. Očekivanja da će gospodarstva EU-a i ostalih važnijih vanjskotrgovinskih partnera i u nadolazećem dijelu godine bilježiti jačanje potražnje donijet će i rast hrvatskog robnog izvoza. S druge strane izvoz usluga (turizma) kao i jačanje domaće potražnje generirat će uvoz. Potrošnja kućanstava ohrabrena je poreznim rasterećenjem, naznakama izvrsne turističke sezone te stabilizacijom tržišta rada. Blago usporavanje moguće je kod investicija, iako očekujemo njihov rast i značajniji doprinos na razini cijele godine. Investicije polako dobivaju zamašnjak kroz sredstva iz europskih fondova, a razdoblje pred lokalne izbore uobičajeno je popraćeno investicijskom aktivnošću javnog sektora. Međutim, upravo su investicije prema našem mišljenju najosjetljivija komponenta na može bitne utjecaje koji proizlaze iz događanja vezanih uz Agrokor. Utjecaj Agrokorra i povezanih dobavljača na cjelokupno gospodarstvo vrlo je teško procijeniti zbog nedostatka pouzdanih podataka i informacija te načina i brzine provođenja restrukturiranja. I dok se direktna bruto dodana vrijednost koncerna Agrokor može donekle procijeniti, problem uvelike predstavlja, ali i pojačava velik broj subjekata oslonjenih na taj koncern, čije buduće poslovanje uvelike ovisi o uspješnosti provođenja procesa restrukturiranja. Kratkoročno gledano, premošćivanje problema Agrokorra s likvidnošću omogućilo je predah cijelom gospodarstvu, vjerojatno bez značajnijeg utjecaja na osobnu potrošnju, ali uz odgodu određenih investicija. Međutim, "slučaj Agrokor" upozorio je ponovno na već dugo prisutne manjkavosti unutar samoga gospodarstva kroz aktualiziranje problema nemogućnosti naplate potraživanja.

Dinamika rasta potrošačkih cijena ubrzala se, pretežito pod utjecajem cijena energenata i prehrane kao posljedica prelijevanja s inozemnih robnih tržišta. Isti čimbenici bit će glavni generatori rasta cijena i u nastavku godine. Inflacija međutim ostaje umjerena i prihvatljiva središnjoj banci za nastavak provođenja ekstremno ekspanzivne monetarne politike. Stoga će se i tijekom idućih tromjesečja kamatne stope kretati oko svojih povijesnih minimuma. Navedeno zasigurno nije razlog za opuštanje u fiskalnoj politici. Iako su fiskalni pokazatelji bitno poboljšani u 2016., s ciljem dugoročne održivosti potrebno je nastaviti s konkretnim strukturnim mjerama u konkretnim javnim politikama.

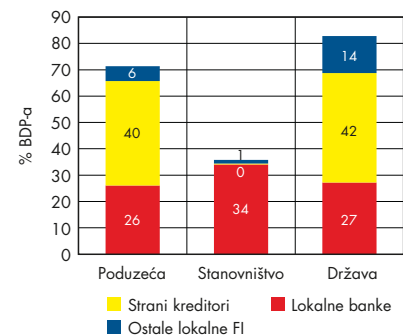
Zrinka Živković Matijević

BDP i doprinosi sastavnica



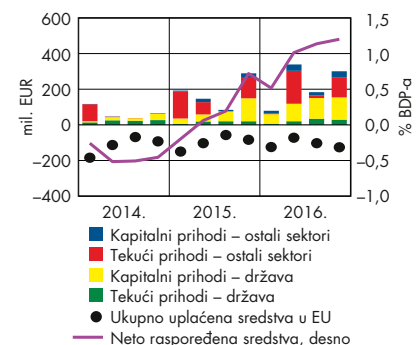
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Struktura duga po sektorima, prema vrsti kreditora



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Transakcije s proračunom EU-a

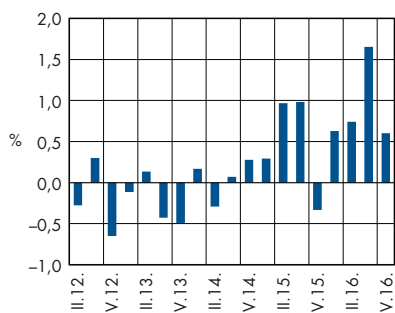


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Solidan početak godine i ohrabrujuće naznake sezone

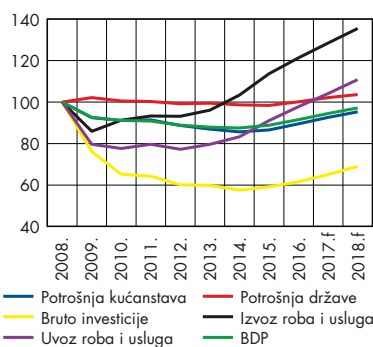
- Rast se nastavlja na krilima osobne potrošnje i izvoza
- Povratak umjerene inflacije

Realne stope rasta BDP-a



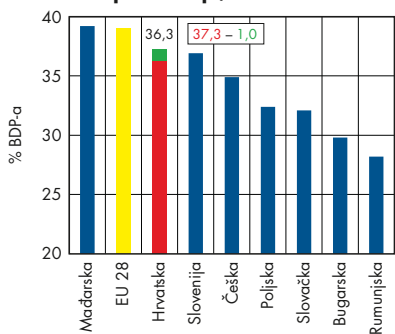
Izvori: DZS, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Realni BDP i sastavnice (2008. =100)



Izvori: DZS, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Porezno opterećenje, 2015.*



* zeleni dio predstavlja iznos poreznog rasterećenja (1 pp)

Izvori: Eurostat, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Uz pad industrijske proizvodnje i građevinarstva na tromjesečnoj osnovi izgledno je da su prvi mjeseci 2017. godine donijeli blago usporavanje gospodarske aktivnosti. Ipak, godišnje stope rasta ostaju pozitivne, a rast optimizma u većini djelatnosti sugerira da će se pozitivni trendovi nastaviti sljedećih mjeseci.

S druge strane tromjesečna stagnacija trgovine na malo ne zabrinjava s obzirom na to da je popraćena nastavkom rasta indeksa pouzdanja potrošača, što ohrabruje očekivanja o nastavku rasta potrošnje kućanstava. Očekivano, optimizam je uvelike podržan poreznim rasterećenjem, podizanjem minimalnih plaća i usklađivanjem mirovina, ali i prvim pokazateljima iz turizma koji upućuju na još jednu izvrsnu turističku predsezona i sezonu. Turizam će i ove godine ostati glavni pokretač solidnih gospodarskih rezultata generirajući dodatne investicije usmjerene na povećanja i kapaciteta i kvalitete. Reputacija sigurnog i dostupnog turističkog odredišta uz prirodne ljepote pozitivno doprinosi atraktivnosti Hrvatske, ali dio dolazaka valja pripisati i nestabilnosti na konkurentskim tržištima Mediterana (Turska i Sjeverna Afrika). Prema preliminarnim podacima iz prvog tromjesečja i broj dolazaka i broj noćenja bilježi dvoznamenkaste stope rasta, a slična dinamika nastavila se i u travnju. Stoga procjenjujemo da bi i 2017. mogla nadmašiti i najoptimističnije prognoze i multiplikativno utjecati na ostatak gospodarstva podržavajući stopu rasta gospodarstva iznad 3%.

Prvi podaci o robnoj razmjeni (siječanj i veljača) donijeli su dvoznamenkasti rast izvoza uz bitno nižu stopu rasta uvoza pa će objava o realnom doprinosu neto inozemne potražnje BDP-u zasigurno biti pozitivna. Rast izvoza roba koji kontinuirano po solidnim realnim stopama traje od drugog tromjesečja 2013. osobito ohrabruje. Naime, navedena sastavnica BDP-a uvelike odražava pomake u konkurentnosti određenog gospodarstva. Većim izvozom roba odnosno povećanjem prihoda od izvoza u bilancama sektora poduzeća umanjuje se ovisnost o razmjerno malom hrvatskom tržištu, brže se prenose nova znanja i tehnologije, umanjuje se ranjivost gospodarstva te se omogućava stvaranje novih radnih mjesta. Očekivanja da će gospodarstva EU-a i ostalih važnijih vanjskotrgovinskih partnera i u nadolazećem dijelu godine bilježiti jačanje potražnje donijet će i rast hrvatskog robnog izvoza, dok će s druge strane izvoz usluga (turizma) kao i jačanje domaće potražnje generirati uvoz.

Dakle, objava prvih podataka o bruto domaćem proizvodu za prvo tromjesečje (planirana za sam kraj svibnja) prema našim očekivanjima trebala bi donijeti pozitivan doprinos svih sastavnica BDP-a. Pojedinačno gledano rastu će najviše doprinositi izvoz roba i osobna potrošnja. Blago usporavanje moguće je kod investicija, iako očekujemo njihov rast i značajniji doprinos na razini cijele godine. Naime, investicije polako dobivaju zamašnjak kroz sredstva iz europskih fondova, a razdoblje pred lokalne izbore uobičajeno je popraćeno investicijskom aktivnošću javnog sektora. U prilog oporavku investicija idu razmjerno povoljni uvjeti financiranja, ali i iznimno niska baza (snažan pad u kriznom razdoblju) pa potencijale vidimo i u privatnom i u javnom sektoru.

Međutim, upravo su investicije prema našem mišljenju u kratkoročnom razdoblju najosjetljivija komponenta na možebitne utjecaje koji proizlaze iz događanja vezanih uz Agrokor. Utjecaj Agrokor i povezanih dobavljača na cjelokupno gospodarstvo vrlo je teško procijeniti zbog nedostatka pouzdanih podataka i informacija te načina i brzine provođenja restrukturiranja. I dok se direktna bruto dodana vrijednost koncerna Agrokor procjenjuje na oko 2% ukupne bruto dodane vrijednosti¹, problem uvelike dobiva na važnosti zbog visokog broja subjekata oslonjenih na taj koncern, čije buduće poslovanje uvelike ovisi o uspješnosti provođenja procesa restrukturiranja. Kratkoročno gledano premošćivanje problema Agrokor s likvidnošću omogućilo je predah cijelom gospodarstvu, vjerojatno bez značajnijeg utjecaja na osobnu potrošnju, ali uz odgodu određenih investicija. Međutim, "slučaj Agrokor" upozorio je ponovno na već dugo prisutne manjkavosti unutar samoga gospodarstva kroz aktualiziranje problema nemogućnosti naplate potraživanja. Upravo navedeni problem istican je tijekom niza godina od strane svih tržišnih sudionika kao jedna od glavnih prepreka uspješnog poslovanja i konkurentnosti. Naposljetku, očekujemo umjeren, ali ipak pozitivan rast realne državne potrošnje tijekom svih tromjesečja. Rizici naših projekcija i dalje ostaju uravnoteženi jer bi možebitni jači pozitivni utjecaj turizma i snažniji oporavak u EU-u mogao biti ublažen već spomenutim nepovoljnim utjecajem Agrokor. Naša osnovna projekcija rasta BDP-a podrazumijeva proces koordiniranog restrukturiranja s umjerenim utjecajem na ostatak gospodarstva, koji bi se više trebao osjetiti u drugoj polovici godine.

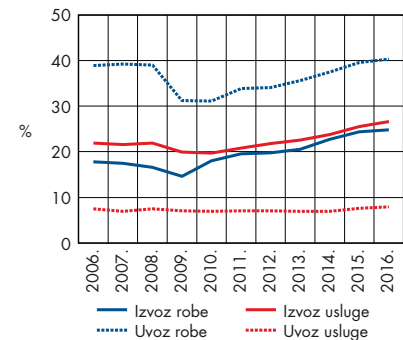
Iako stopa nezaposlenosti nastavlja sa silaznom tendencijom, njezino smanjenje (na 12,8% u 2016.) tek je djelomično uzrokovano rastom zaposlenosti, dok se dio pada krije u smanjenju radne snage. Ono je pak posljedica neto migracijskih odljeva što potiskuje potencijale dugoročno održivog rasta. Iako pozitivne trendove na tržištu rada kroz pad stope nezaposlenosti i blagi rast zaposlenosti očekujemo i u idućim tromjesečjima, daljnje iseljavanje najproduktivnijeg, mladog stanovništva izgledno je i ove godine. Djelomičan razlog takvih kretanja (osim bitno lakšeg kretanja ljudi na jedinstvenom tržištu EU-a) jest i spora dinamika otvaranja novih radnih mjesta, ali i njihova struktura, koja se uglavnom odnosi na sezonske poslove i/ili poslove na temelju ugovora na određeno vrijeme. Nakon uobičajenog rasta stope registrirane nezaposlenosti tijekom posljednjeg i prvog tromjesečja ove godine, početak drugog tromjesečja donio je pad broja nezaposlenih i stope nezaposlenosti, a trend će zasigurno potrajati do kraja trećeg tromjesečja. Prosječni rast neto nominalnih plaća očekujemo na razini od 2,5%, dok će zbog jačanja inflatornih pritisaka realni rast prosječnih neto plaća usporiti, s razmjerno visokih 2,7% u 2016. na oko 1%.

U skladu s očekivanjima, inflacija mjerena indeksom potrošačkih cijena nastavila je ubrzavati po prosječnoj godišnjoj stopi od preko 1%. Više stope ponajviše su rezultat jačanja uvezenih inflatornih pritisaka koje, za razliku od prethodne tri godine, sada donose pritisak na rast cijena na domaćem tržištu. Poticaj višim cijenama dolazit će i u nastavku godine 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). Manjim dijelom poticaj rastu cijena potrošačkih dobara i usluga dolazit će i od rasta domaće potražnje.

Zrinka Živković Matijević

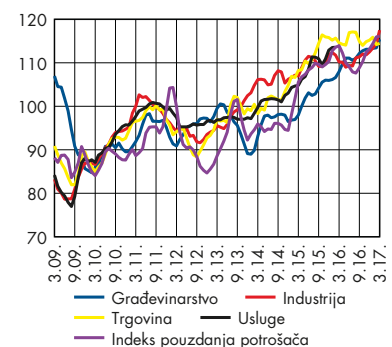
¹ www.arhivanalitika.hr

Udio izvoza i uvoza u BDP-u



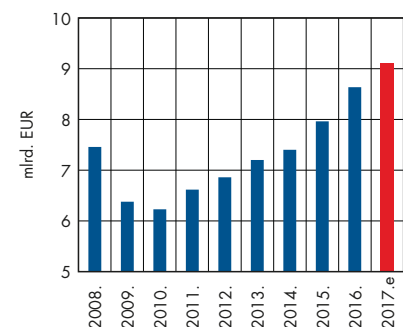
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Poslovni optimizam i pouzdanje potrošača



*Standardizirane vrijednosti, desezonirano
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizma

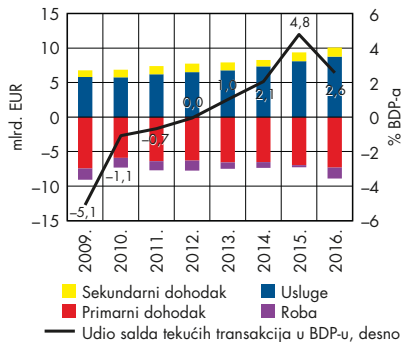


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Smanjenje vanjske ranjivosti

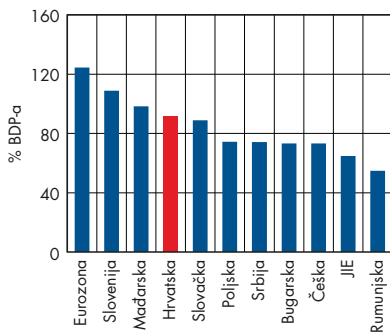
- Solidan višak na tekućem i kapitalnom računu
- Izgledan nastavak pada bruto inozemnog duga

Račun tekućih transakcija platne bilance



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug, 2016.



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Vanjski dug i udjeli

Tromjesečje	Vanjski dug (mil. EUR)	Vanjski dug:		Međunarodne priljeve (udio u vanjskom dugu)
		u % BDP-a	u % izvoza robe i usluga	
IV.10.	46.908	104,1%	275,8%	22,7%
IV.11.	46.397	103,0%	256,0%	24,1%
IV.12.	45.297	101,3%	247,0%	24,8%
IV.13.	45.803	104,2%	244,0%	28,2%
IV.14.	46.416	107,9%	235,7%	27,3%
I.15.	49.048	113,9%	245,8%	28,9%
II.15.	48.709	112,6%	237,4%	28,2%
III.15.	46.832	107,3%	221,9%	28,7%
IV.15.	45.384	103,4%	211,0%	30,2%
I.16.	44.283	100,2%	204,3%	29,8%
II.16.	43.440	97,4%	198,7%	29,8%
III.16.	42.435	94,1%	188,9%	30,7%
IV.16.	41.662	91,4%	182,7%	32,4%

Na dan 22.4.2016.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

I tijekom 2016. nastavilo se smanjenje vanjske ranjivosti RH uz pad bruto inozemnog duga i zadržavanje stabilnog viška na tekućem i kapitalnom računu bilance plaćanja (3,7% BDP-a). Bruto inozemni dug 2016. godine spustio se na 41,7 mlrd. eura ili 91,4% BDP-a, čime je po prvi put nakon sedam godina zabilježen njegov pad ispod razine 100% BDP-a. Najveći doprinos smanjenju vanjskog duga na godišnjoj razini došao je od daljnjeg nastavka razduživanja financijskog sektora, tj. banaka zbog relativno jeftinijih domaćih depozita, visoke likvidnosti i još uvijek skromne potražnje za kreditima. Smatramo da se razduživanje banaka primaklo svojem kraju, čime bi se i razina njihove inozemne zaduženosti trebala zadržati na trenutačnoj razini. Smanjenju ukupnog bruto inozemnog duga značajno je doprinijelo i smanjenje vanjske zaduženosti javnog sektora. Naime, na kraju prosinca bruto inozemni dug sektora opće države iznosio je 14,8 mlrd. eura, što je za gotovo 1,1 mlrd. eura ili 6,8% niže u odnosu na isti mjesec 2015. Odgođen plasman euroobveznice uz bitno manje potrebe tekućeg financiranja rezultirao je smanjenjem inozemnog duga opće države te razmjerno većom usmjerenosti države prema financiranju na domaćem tržištu. Iako će statistika za prvo tromjesečje pokazati relativno snažan rast inozemnog duga opće države zbog izdanja euroobveznice, ostaje činjenica da će već u travnju doći do ponovnog smanjenja inozemnog duga države zbog dospijea međunarodne obveznice izdane u dolarima prije deset godina (1,5 mlrd. dolara). Štoviše, ukupne otplate po izdanim euroobveznicama procjenjujemo na oko 2 mlrd. eura pa na toj osnovi očekujemo smanjenje bruto inozemnog duga. Ne isključujemo mogućnost da će segment poduzeća dio svojih inozemnih obveza i u ovoj godini refinancirati na domaćem tržištu zbog povoljnijih i konkurentnijih uvjeta financiranja. S obzirom na predviđeni gospodarski rast, i u 2017. godini udio bruto inozemnog duga u BDP-u mogao bi nastaviti s padom. Povratak inflacije te jačanje kune u odnosu na euro dodatni su čimbenici koji bi trebali pridonijeti smanjenju omjera javnog duga u BDP-u, koji bi se krajem ove godine mogao spustiti ispod 90%. Iako je Hrvatska u 2016. smanjila razinu svoje inozemne zaduženosti, treba naglasiti da visina inozemnog duga i dalje jasno upozorava na visoku razinu vanjske ranjivosti. Naime, s udjelom javnog duga u BDP-u od 91,4% Hrvatska znatno premašuje prosjek usporedivih država Srednje i istočne Europe (66,6% BDP-a) te država s jugoistoka Europe (64,8%). Višak na tekućem računu bilance plaćanja i nakon iščezavanja učinka CHF konverzije (procijenjen na razini od oko 2% BDP-a) u skladu s očekivanjima iznosio je 2,6% BDP-a u 2016. Pogoršanje na računu roba zbog snažnijeg rasta uvoza te bolji poslovni rezultati stranih poduzeća 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, ali i ostalih usluga trebali bi nastaviti rasti po nešto umjerenijim stopama.

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

Zrinka Živković Matijević

Jačanje kune u uvjetima visoke likvidnosti i niskih kamatnih stopa

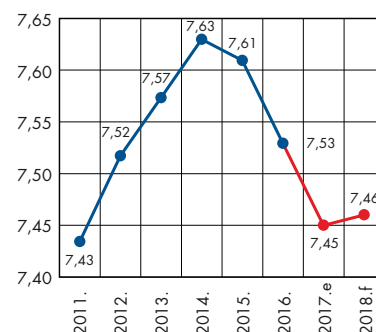
- Jačanje kune u odnosu na euro
- Ekspanzivnost monetarne politike ostaje

Kratkotrajni deprecijacijski pritisci na kunu zabilježeni na samom početku godine vrlo su brzo zamijenjeni jačanjem kune u odnosu na euro. Oni su nastavili prevladavati sve do druge polovice ožujka, kada je EUR/HRK počeo bilježiti blagu deprecijaciju. Kuna je gotovo cijelo tromjesečje podršku pronalazila u priljevu deviza uslijed poboljšanih makroekonomskih fundamenta, ohrabrenim očekivanjima, pozitivnoj neto inozemnoj poziciji banaka te polagano rastućoj potražnji za kunkskim kreditima. Trend je zaustavljen s nastankom poprilične nezivjesnosti oko događanja vezanih uz probleme najveće privatne kompanije u Hrvatskoj. U takvim okolnostima tržišni tečaj se s najnižih razina od 2012. godine vratio nakratko i iznad 7,47 kuna za euro. Iako dosljedna u provedbi politike stabilnosti tečaja, središnja banka nije smatrala potrebnim intervenirati na deviznom tržištu. U navedenim tržišnim okolnostima prosječni srednji tečaj kune u odnosu na euro u prvom tromjesečju očekivano je bio na nižim razinama u usporedbi s istim razdobljem prošle godine, pritom oscilirajući u rasponu od -0,9% do +1,4% oko prosječne vrijednosti 7,47 kuna za euro. Predblagdansko razdoblje (Uskrs), koje uobičajeno prati pojačana potražnja za kunama, uz smirivanje situacije oko Agrokora (nakon što je konzorcij lokalnih banaka kroz kreditnu liniju osigurao likvidnost) stabiliziralo je tečaj na razinama od oko 7,45 kuna za euro. Pritom treba istaknuti da plitkoća domaćeg deviznog tržišta te povremene špekulativne kupoprodajne aktivnosti ponekad i bez fundamentalnih razloga određuju smjer i jačinu kretanja EUR/HRK.

Drugo tromjesečje uobičajeno bi trebalo donijeti jačanje domaće valute u odnosu na euro. Kuna će podršku zasigurno pronalaziti u izvrsnoj turističkoj predsezoni. Nadalje, očekuje se nastavak rasta izvoza roba, ali i investicijske aktivnosti, potvrda smanjivanja fiskalnih rizika te jačanje potražnje za kunkskim kreditima. S druge strane, jačanje kune trebalo bi biti ublaženo potrebama za eurima korporativnog sektora s ciljem podmirivanja dospjelih inozemnih obveza po kreditima i uvoznih aktivnosti koje uobičajeno jačaju s rastom domaće potražnje te turizma. Osim toga ne isključujemo da će dio potražnje za devizama dolaziti i od potreba za isplatom dividendi nerezidentnim vlasnicima trgovačkih društava. Moguća odstupanja od uobičajenih kretanja teško je predvidjeti, a ona se poglavito vežu uz razvoj situacije oko restrukturiranja Agrokora, čija likvidnost uvelike ovisi o podršci domaćih poslovnih banaka.

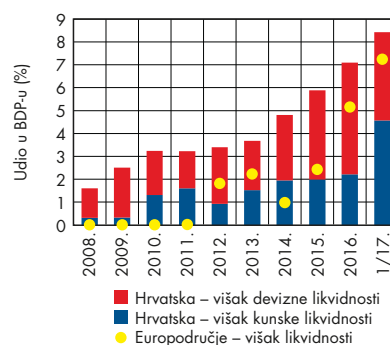
Ljetni mjeseci ne bi trebali donijeti odstupanje od uobičajenih sezonskih kretanja, dok bi moguće zaduživanje države plasmanom kunske obveznice na domaćem tržištu kapitala prema kraju godine moglo omesti uobičajeni rast tečaja EUR/HRK. Ipak, ostaje činjenica da će uz stabilnost tečaja i umjerenu inflaciju likvidnost domaćeg tržišta ostati na iznimno visokim razinama umanjujući tako utjecaj povećane potražnje za kunama. Ekspanzivnost monetarne politike najavljena je i u samoj retorici dužnosnika središnje banke. Prosječan višak dnevne likvidnosti u prvom tromjesečju 2017. dosegno je povijesno najviše razine, dok su kamatne stope na tržištu novca zabilježile daljnji pad. Niske kamatne stope izgledne su tijekom cijele 2017.

Srednji devizni tečaj EUR/HRK, god. prosjek



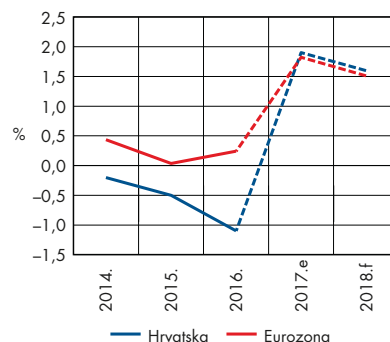
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio viška likvidnosti u BDP-u



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene, god. promjena



DZS, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Zrinka Živković Matijević

U srednjoročnom fokusu: održivost fiskalne prilagodbe

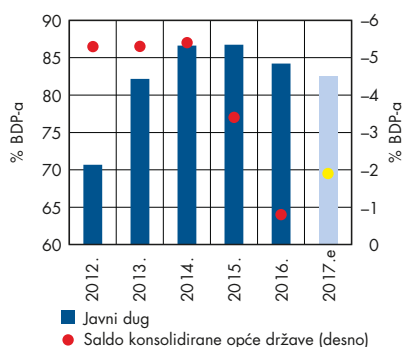
- Iznadočekivani fiskalni pokazatelji u 2016.
- Strukturne promjene u godini lokalnih izbora?
- Demografsko osipanje – srednjoročni rizik za hrvatski fiskus

Hrvatski rejting*

Agencija	Rejting ocjena	Izgledi	Datum zadnje revizije
Moody's	Ba2	Stabilno	10.3.2017.
Fitch	BB	Stabilno	27.1.2017.
S & P	BB	Stabilno	16.12.2016.

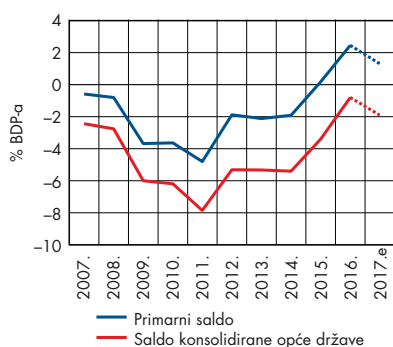
* na dugoročno zaduženje u stranoj valuti
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



Izvori: Eurostat, DZS, Raiffeisen istraživanja

Saldo konsolidirane opće države (ESA 2010)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Travanjska EDP notifikacija ugodno je iznenadila stručnu, ali i širu javnost. S prošlogodišnjim smanjenjem deficita konsolidirane opće države na povijesno najniže razine (2,8 mlrd. kuna ili 0,8% BDP-a) Hrvatska se našla među članicama EU s najnižim udjelom deficita u BDP-u. Na godišnjoj razini proračunski manjak u 2016. niži je za čak 8,6 mlrd. kuna odnosno 2,6 pb BDP-a. Pobojšani fiskalni pokazatelji u protekloj godini posljedica su nekoliko ključnih čimbenika koji su uvelike odraz povoljnih cikličkih kretanja. Naime, iz posljednjeg EDP izvješća proizlazi da je na smanjenje fiskalnog manjka u 2016. godini najveći utjecaj imalo povećanje poreznih prihoda čiju okosnicu čine prihodi od PDV-a koji su prikupljeni u iznosu 46,4 mlrd. kuna. Premašivši planirane vrijednosti, prihodi od PDV-a su na godišnjoj razini porasli za preko 3 mlrd. kuna te su zabilježili snažan rast od 7,1% u odnosu na 2015. Potonje je posljedica pozitivnih gospodarskih trendova tj. iznadočekivanog rasta gospodarstva koje je bilo snažno pogurnuto rekordnom turističkom sezonom. Na rashodnoj strani proračuna (koja je zabilježila nominalni i relativni rast od 3,8 mlrd. kuna odnosno 2,3% godišnje), doprinos smanjenju fiskalnog deficita došao je i od nižih rashoda za kamate koji su iznosili 11,2 mlrd. kuna. Uz njihovo smanjenje na godišnjoj razini za 6,4% posljedično je došlo i do značajnog poboljšanja primarnog salda koji je i drugu godinu zaredom zabilježio suficit. Tako je primarni višak u 2016. premašio 8,4 mlrd. kuna čineći 2,5% BDP-a.

Očito je smanjenje proračunskog deficita (pogurnuto i prošlogodišnjim diskontinuitetom na političkoj sceni) otvorilo prostor i za značajno niže potrebe za zaduženjem države. Posljedično, prvi puta nakon osam godina zabilježeno je nominalno, ali i relativno smanjenje udjela javnog duga u BDP-u. Tako se koncem 2016. ukupni javni dug spustio do razine 289,1 mlrd. kuna čineći 84,2% BDP-a. U odnosu na prethodnu godinu udio javnog duga u BDP-u niži je za 2,5 pb što dijelom odražava i "učinak nazivnika" koji proizlazi iz uzlaznog cikličkog kretanja u gospodarstvu. Dodatno, protekla je godina donijela i izvjesno jačanje kune u odnosu na euro, što je također pridonijelo smanjenju iznosa javnog duga iskazanog u domaćoj valuti.

Premda fiskalna statistika za prve mjesece 2017. nedostaje, nastavak pozitivnih gospodarskih pokazatelja sugerira da bi prihodi trebali biti izdašni ili barem u skladu s budžetiranim iznosima. Iako u ovoj godini očekujemo produblivanje proračunskog manjka, isti bi i dalje trebao ostati na razinama ispod 2% BDP-a, uz suficitarni saldo u primarnoj bilanci i treću godinu zaredom.

Razvidno je, međutim da ohrabrujuća poboljšanja u fiskalnim pokazateljima ipak nisu primarno rezultat potrebnih strukturnih zahvata. Drugim riječima, zadržana je rigidna struktura javnih rashoda, koja u srednjem roku kao takva ne stvara dovoljan poticaj sveukupnom gospodarskom rastu i zapošljavanju. Naime, prema posljednjim podacima EK razmjerno visoka intermedijarna potrošnja i proračunski rashodi za plaće čine gotovo 20% hrvatskog BDP-a, upućujući na zaključak da je funkcioniranje države skupo u odnosu na usporedive zemlje u okruženju, ali i na prosjek na razini EU-a. Štoviše, u ovoj je godini predviđen rast izdataka

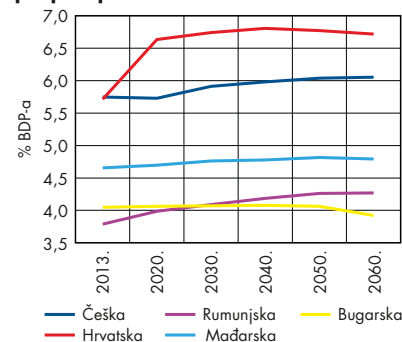
za plaće jer je sa sindikatom državnih službenika postignut novi dogovor o uvjetima iz kolektivnog ugovora. Nadalje, izražena teritorijalna rascjepkanost (osim što otežava učinkovitost javnog sektora) dodatno promiče povećanje izdataka za plaće, ali pritom ne donoseći zamjetno poboljšanje kvalitete usluga na lokalnoj razini. Istodobno, problemi regionalne nejednakosti i heterogenosti pružanja usluga očito se ne mogu cjelovito riješiti transferima iz fonda izravnjanja (zbog dodatnog smanjenja poreza na dohodak u sklopu porezne reforme udio transfera središnje države lokalnim jedinicama porastao je za gotovo 17%).

Stoga, bez obzira na zabilježen pad javnog duga (koji je rezultirao smanjenjem vanjske ranjivosti te poboljšanjem ročne, kamatne i valutne strukture) visoki troškovi servisiranja tijekom nadolazećeg razdoblja i dalje će vršiti pritisak na hrvatske javne financije. U takvim uvjetima, suženi fiskalni prostor za produktivna ulaganja (poput obrazovanja) ovisit će o poboljšanju učinkovitosti javne uprave temeljene na strukturnim reformama.

Pritom je jedan od ključnih srednjoročnih izazova za fiskalnu politiku svakako u sustavu socijalnih izdataka koji je pod snažnim utjecajem negativnih demografskih kretanja. Kašnjenje u konsolidaciji i centralizaciji socijalnih naknada dodatno pridonosi netransparentnosti sustava, a prema posljednjoj ocjeni EK u poboljšanju sustava socijalne zaštite nije postignut napredak. Također, iz redovitog Izvješća EK u sklopu europskog semestra navodi se da Hrvatska nije postigla napredak ni u reformi mirovinskog sustava. Naime, izostale su prethodno najavljivane mjere kojima se potiče dulji radni vijek i racionalizacija odredbi o mirovinama. Paradoks kratkog radnog vijeka negativno se odražava kroz neprikladnu adekvatnost mirovina upozoravajući na potencijalno povećanje rizika od siromaštva i socijalne isključenosti u starijoj dobi. Uzevši u obzir razmjerno nisku dob u kojoj se stječe pravo na isplatu, javni rashodi za mirovine svakako će i u idućem razdoblju biti jedan od vodećih generatora fiskalnog deficita. Pritom rizici koji proizlaze iz intenziviranja negativnih demografskih kretanja odražavaju se i na druge velike javne sustave.

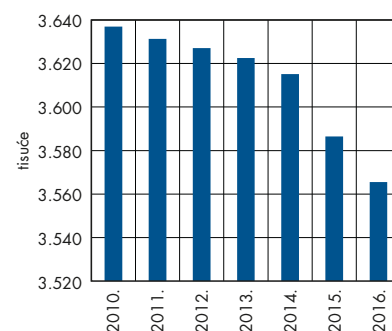
Tako se prema posljednjem *Izvješću o starenju stanovništva* zbog nepoželjnog trenda starenja populacije u Hrvatskoj predviđa povećanje rashoda za zdravstvo od 1,7 pb u referentnom scenariju, što je značajno više u odnosu na prosjek EU-a (0,9 pb). S obzirom na način financiranja zdravstva (u kojem dominira intergeneracijski sustav na principu doprinosa za zdravstveno osiguranje), u kratkoročnom odnosno srednjoročnom razdoblju najveći rizik mogao bi proizaći upravo iz slabog tržišta rada koje ograničava potencijal sustava za ostvarenje namjenskih prihoda. Štoviše, pad radno sposobnog stanovništva na nove rekordno niske razine posljedica je ne samo starenja stanovništva nego i pojačane emigracije. Iz svega navedenog proizlazi da će u srednjoročnom razdoblju pitanje fiskalne održivosti i dalje biti u fokusu nositelja ekonomske politike. Stoga bi poboljšanu fiskalnu metriku u trenutačno povoljnom okruženju na financijskim tržištima Hrvatska trebala iskoristiti za prilagodbu i održivost primarnog strukturnog salda. Nužni zahvati u velikim javnim sustavima (mirovinskom, zdravstvenom i obrazovnom) potanko su definirani kroz preporuke EK, a višekratno su dosad nuđeni i kao rješenja u okviru Nacionalnih programa reformi i Programa konvergencije. Zanimljivo je podsjetiti da je Hrvatska od 2014. uključena u ciklus europskog semestra i od tad je većina preporuka zapravo ostala nepromijenjena. Najznačajniji napredak ostvaren je u pogledu smanjenja prekomjernog fiskalnog

Rashodi za zdravstvo – dugoročne projekcije*



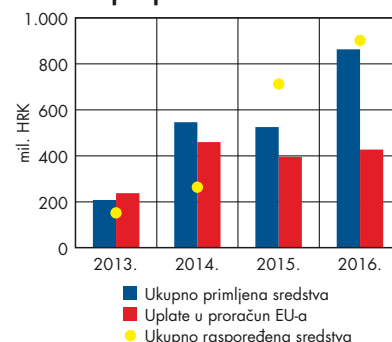
* Izvješće o starenju 2015.
Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja

Radno sposobno stanovništvo



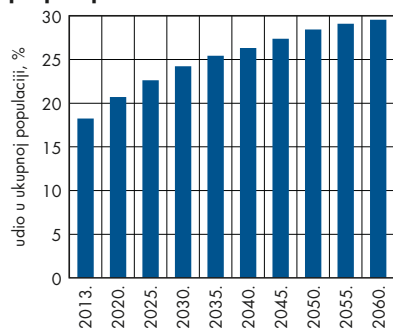
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Transakcije s proračunom EU-a



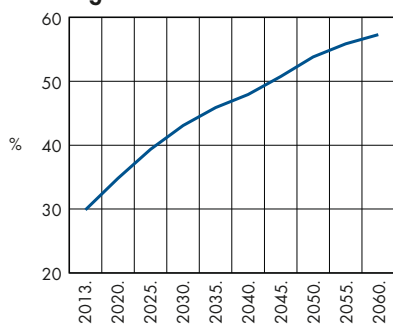
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Starija populacija (65+) – dugoročne projekcije*



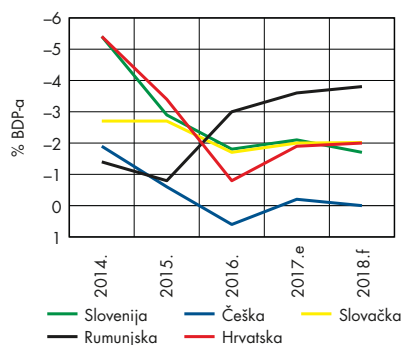
* Izvješće o starenju, 2015.
Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja

Stopa ovisnosti starije populacije / 20–64 god.*



* Izvješće o starenju, 2015.
Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja

Saldo konsolidirane opće države, % BDP-a



Izvori: Eurostat, Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

deficita i javnog duga, dok je istodobno napredak u području strukturnih reformi ostao uglavnom ograničen ili je u pojedinim područjima čak potpuno izostao. Stoga je izvjesno da će i ove godine u razdoblju novog ciklusa europskog semestra EK pozdraviti predstavljene fiskalne napore u sklopu prethodno spomenuta dva ključna dokumenta. I dok se izlazak iz tzv. *EDP procedure* čini poprilično izglednim, snažniji zamah u provođenju strukturnih reformi svakako bi bio u najmanju ruku neobičan na samom pragu još jednih lokalnih izbora. Naprotiv, iskustvo govori da je upravo to vrijeme u kojem se uobičajeno potpuri javna potrošnja, kako na tekućim tako i na kapitalnim stavkama. S druge strane, ne treba zanemariti i prisutnost pozitivnih rizika koji proizlaze iz većeg korištenja sredstava iz EU fondova, premda je apsorpcija i dalje otežana zbog ograničenih administrativnih kapaciteta.

Uzmemo li u obzir da je prema posljednjem *Izvješću o konkurentnosti* neučinkovita javna birokracija označena kao najveći problem za poslovanje u Hrvatskoj, jasno je da bi u nadolazećem razdoblju konačno pažnju trebalo usmjeriti na uklanjanje nedostataka u javnom sektoru. Na tom tragu je i revidirani Akcijski plan (donesen koncem prošle godine) za razdoblje do 2017. – 2020. godine u kojem su obuhvaćena tri ključna područja: učinkovitost sustava javne uprave, depolitizacija i učinkovito upravljanje ljudskim potencijalima te digitalizacija javnih usluga. Također, nedavno je donesena i *Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017. – 2019.* iz koje je jasna svijest o visokom javnom dugu te visokoj izloženosti valutnom riziku, što upućuje na potrebu bolje strukturiranog upravljanja hrvatskim javnim dugom. Kalendar izdavanja trezorskih zapisa kao i plan emisije državnih obveznica na primarnom tržištu pridonose većoj transparentnosti javnih financija, dok s druge strane fokusiranost ponajprije na dug središnjeg proračuna narušava zahtjeve o transparentnosti u pogledu obuhvata ukupnog javnog duga. Naime, tijekom proteklih razdoblja upravo je u domeni izvanproračunskih korisnika i lokalnih jedinica generiran značajan dio javnog duga, stoga bi u idućem razdoblju bilo itekako poželjno da se uz redovito ažuriranje podataka o javnom dugu proširi i njegov obuhvat do razine konsolidirane opće države.

Na potonje se nadovezuje i problematika poduzeća u državnom vlasništvu čije slabo korporativno upravljanje uz nisku produktivnost stvara potencijalne nove obveze, vršeći pritisak na sustav javnih financija. Od prošlogodišnjeg ambicioznog plana predstavljenog u Nacionalnom programu reformi (koji je imao za cilj ubrzati proces privatizacije te ojačati praćenje uspješnosti poduzeća u državnom vlasništvu) ostvaren je tek ograničen napredak: nekolicina trgovačkih društava uklonjena je s popisa poduzeća od strateškog značaja, a od prodaje udjela u nestratiškim društvima u 2016. ostvaren je prihod od 0,2% BDP-a.

Zaključno, može se konstatirati da je uistinu vidljiv napredak u definiranju ključnih područja strukturnih reformi, no svakako bi bila dobrodošla njihova odlučnija implementacija. U protivnom, s obzirom na razmjerno visoku vanjsku ranjivost, došla bi u pitanje dugoročna fiskalna održivost.

Tomislava Ujević

Nova zaduživanja u skladu s planom

- **Potvrđeni stabilni kreditni izgledi**
- **Još jedno kunsko izdanje do kraja godine?**
- **Visoka likvidnost podržava niske prinose**

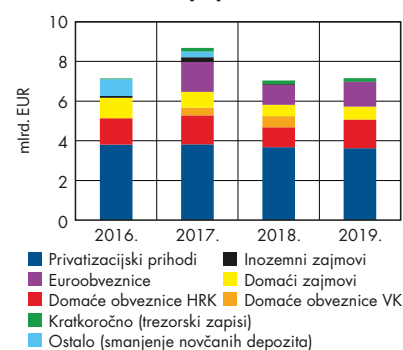
Proces stabilizacije kreditnog rejtinga završio je početkom ožujka, kada je i Moody's, kao posljednja od tri najveće i najpoznatije agencije za dodjelu kreditnog rejtinga, promijenio izgled Hrvatske u stabilne uz nepromijenjenu ocjenu na dugoročno zaduživanje. Time je postavljena i osnova za kretanje k pozitivnim izgledima u budućnosti. Naime, poboljšana ekonomska i fiskalna metrika nailazi na odobravanje od strane rejting agencija i investitora, pa ako se najavljujani i toliko očekivani reformski zahvati u javnom sustavu zaista počnu i provoditi, ne isključujemo mogućnost promjene izgleda u pozitivne u razdoblju od sljedećih godinu dana. Navedeno će se svakako pozitivno odraziti i na cijenu zaduživanja Hrvatske.

Prvo tromjesečje obilježila je pojačana aktivnost Vlade na području upravljanja javnim dugom – uz nova zaduživanja na tržištima kapitala krajem siječnja predstavljena je i Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017. – 2019. godine. Pregled povijesnih podataka unutar navedenog dokumenta, koji se obuhvatom odnosi na razinu opće države, upućuje na zaključak da je zamjetan dio javnog duga generiran u segmentu vezanom za cestovnu infrastrukturu (HAC, HC, ARZ) te HBOR. I premda su dobrodošle informacije o strukturi hrvatskog javnog duga prema instrumentima, dospijeću, kamatnoj i valutnoj strukturi, činjenica je da još uvijek nedostaju transparentni podaci o projekcijama otplate duga koji se odnose na pojedinačne navedene generatore javnog duga. Prema objavljenoj Strategiji planira se daljnja promjena u strukturi hrvatskog javnog duga i to po pitanju valutne i kamatne ročnosti te sve veće supstitucije zaduživanja na inozemnim financijskim tržištima domaćim zaduživanjem. Drugim riječima, predviđa se daljnji rast udjela kunske komponente u ukupnom državnom dugu kroz primarna izdanja na domaćem tržištu, kao i kroz mogućnosti zamjene dijela postojećih valutnih instrumenata u kunske.

Uzevši u obzir da postojeća razina javnog duga uz državne obveze po osnovi povrata glavnice stvara potrebu značajnog refinanciranja (koja se na godišnjoj razini približava udjelu od gotovo 20% BDP-a), smatramo da se strukturirani podaci moraju na redovitoj osnovi ažurirati i javno objavljivati. Štoviše, u cilju veće transparentnosti potrebno je poraditi na detaljnijim i sveobuhvatnijim podacima, iz kojih će biti razvidno stanje, otplate i planirana zaduženja, ne samo na razini državnog proračuna nego i uključujući državna poduzeća i HBOR, koji zauzimaju značajan udio u strukturi ukupnog javnog duga RH.

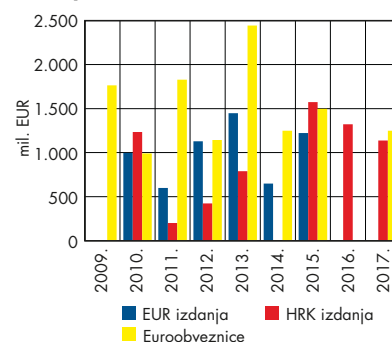
S druge strane, Vlada je u prvom tromjesečju bila aktivna i na primarnom tržištu kapitala, kako domaćem tako i inozemnom. Nakon što je, uz izniman interes investitora koji je značajno premašio planirane iznose izdanja, Hrvatska na lokalnom tržištu izdala dva kunska izdanja (3 mlrd. kuna i 5,5 mlrd. kuna) dospijeca 2022. i 2028., uslijedilo je i izlazak na međunarodno tržište kapitala. U uvjetima iznimne likvidnosti i niskih kamatnih stopa podržanih nekonvencionalnom monetarnom politikom koju trenutačno provodi Europska središnja banka, Hrvatska je iskoristila povoljne uvjete i prvi put nakon dvije godine izdala 1,25 mlrd. eura euroobveznica denominiranih u eurima. Pojačani interes investitora potvrđuje i inicijalna cijena izdanja koja je smanjivana dvaput te je izdanje rea-

Račun financiranja proračuna – izvori



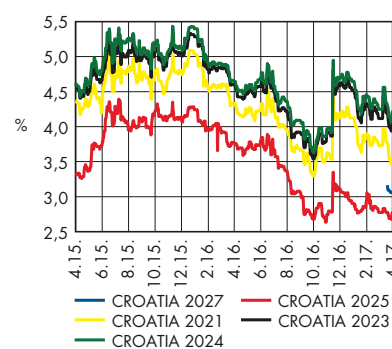
Izvori: MF (Strategija upravljanja javnim dugom 2017.–2019.), Raiffeisen istraživanja

Izdanja državnih obveznica



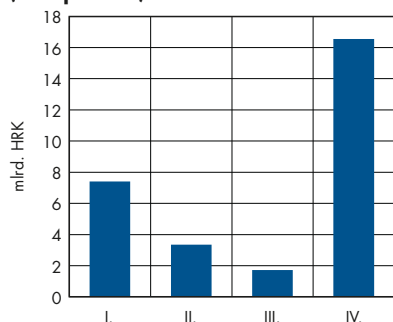
U statistiku su uključeni TZ s dospijecom dužim od 1 god.
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na euroobveznice*



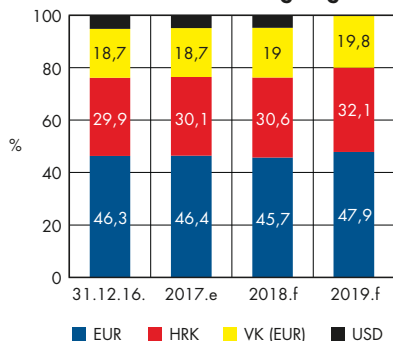
*bid prinos do dospijeca
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca trezorskih zapisa u 2017. (tromjesečno)



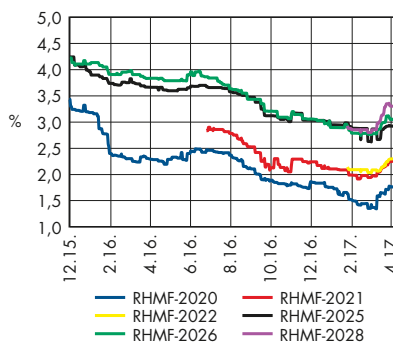
Izvori: MF (Strategija upravljanja javnim dugom 2017. – 2019.), Raiffeisen istraživanja

Valutna struktura državnog duga



Izvori: MF (Strategija upravljanja javnim dugom 2017. – 2019.), Raiffeisen istraživanja

Prinosi na kunske državne obveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

lizirano uz *spread* od 230 bb na referentni *midswap*, što je dosad najpovoljnije zaduživanje Hrvatske na međunarodnim tržištima kapitala. Do kraja godine, u skladu s objavljenim planom izdanja obveznica prema kojem je za ovu godinu planirano zaduživanje na domaćem obvezničkom tržištu u ukupnom iznosu od 14 mlrd. kuna, očekujemo još jedno domaće izdanje, čime bi se zadovoljile potrebe za financiranjem vrijednosnim papirima u ovoj godini.

Kretanja na sekundarnom tržištu lokalnih izdanja krajem tromjesečja uvelike je obilježio razvoj situacije oko najveće hrvatske privatne kompanije, Agrokora. Naime, na rast neizvjesnosti domaće državne obveznice reagirale su pojačanom volatilnosti i rastom prinosa. U odnosu na početak godine prinosi na kunska izdanja zabilježili su rast u prosjeku od 30 bb, koji se u potpunosti može pripisati novonastaloj situaciji na tržištu oko koncerna Agrokora, koja se odrazila kroz pojačanu averziju prema riziku na sve segmente domaćeg financijskog tržišta. Rast prinosa posebno je bio izražen na najduljem kraju kunske krivulje prinosa, odnosno na obveznici dospijeca 2028., čiji je prinos od izdanja porastao za čak 40 bb. Međutim, u uvjetima izdašne likvidnosti na tržištu već sredinom travnja bio je vidljiv postupni oporavak cijena domaćih izdanja.

I u nastavku godine visoki viškovi likvidnosti u sustavu će i dalje podržavati trenutne razine prinosa. Očekujemo smirivanje situacije na trenutačnim razinama. Prema kraju godine ne isključujemo mogućnost blagog rasta prinosa, koji će uvelike ovisiti o novom lokalnom izdanju (koje je prema planu izdanja obveznica u ovoj godini najavljeno za posljednje tromjesečje). Institucionalni investitori, pri čemu prije svega mislimo na mirovinske fondove, i dalje će biti glavni kreatori potražnje/kretanja na duljem kraju domaćeg krivulje prinosa.

Na tržištu kratkoročnih dužničkih izdanja prinosi na trezorske zapise nastavili su se kretati na rekordno niskim razinama. Tako je krajem ožujka prinos na jednogodišnji kunski trezorski zapis zabilježio novu povijesno najnižu razinu spuštivši se na 0,45%. Takva kretanja preusmjerila su dio tržišnih sudionika prema kuskim papirima kraćeg dospijeca, koji u usporedbi s prinosisima na trezorske zapise slične ročnosti nude veći povrat. Do kraja godine u okruženju izrazito visoke razine likvidnosti u sustavu i skromnijih alternativnih mogućnosti ulaganja očekujemo da će se krivulja prinosa kratkoročnih dužničkih papira zadržati na niskim razinama, dodatno podržana i nastavkom ekspanzivne monetarne politike koju provodi HNB. Prema kalendaru izdavanja trezorskih zapisa u ovoj godini Vlada sve iznose na dospijecu planira obnoviti znavljanjem.

Što se pak tiče hrvatskih euroobveznica i njihovih kretanja na sekundarnom tržištu, prvo tromjesečje proteklo je u relativno mirnom tonu uz izostanak značajnijih promjena u kretanju cijena. Kretanje u regiji i sentiment tržišta regije SIE i u nastavku godine će određivati smjer kretanja i hrvatskih inozemnih izdanja. Ekspanzivan karakter monetarne politike koju vodi Europska središnja banka uz povijesno niske razine prinosa nastavit će pozitivno utjecati i na kretanje obveznica regije SIE, što će se odraziti i na kretanje hrvatskih izdanja. Eventualno sužavanje *spreadova* ponajprije će ovisiti o makroekonomskim i fiskalnim kretanjima. Poboljšana fiskalna metrika, provođenje reformi i nastavak gospodarskog rasta svakako bi se pozitivno odrazilo na kreditnu ocjenu države, a posljedično i na premiju rizika iskazanu u *spreadu* u odnosu na referentna međunarodna izdanja.

Elizabeta Sabolek Resanović

Novi izazovi za poslovanje banaka

- Sniženi prinosi na depozite u bankama mijenjaju preferencije klijenata
- Rast kreditiranja u kunama povećava strukturne neusklađenosti
- Jačanje rizika u segmentu kreditiranja poduzeća ugrožava profitabilnost banaka

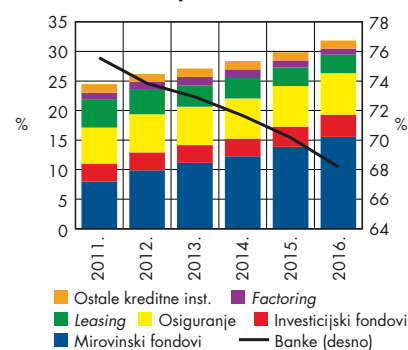
Učešće kreditnih institucija u ukupnoj imovini financijskog sektora spustilo se ispod 70% na kraju prošle, s izgledima za nastavak silazne tendencije u ovoj godini. Na početku godine uočavamo smanjenje depozita u bankama. Pod pritiskom rastućih viškova likvidnosti banke su smanjile kamatne stope na depozite. Zbog sniženih prinosa jedan dio klijenata je nakon isteka oročenja depozita odlučio držati depozite po viđenju i tražiti više prinose u alternativnim ulaganjima. U uvjetima sniženih prinosa na nerizična ulaganja imovina u novčanim fondovima slijedi silaznu putanju prisutnu kod depozita u bankama. Pozitivnu promjenu u preferencijama klijenata uočavamo kod ulaganja u investicijske fondove sa strategijom ulaganja u imovinu višeg rizika. Stoga snažno raste imovina u obvezničkim fondovima, a povećava se i kod dioničkih fondova.

Ukupna imovina banaka smanjila se petu godinu zaredom. U prethodnim godinama imovina se smanjivala zbog konkurentnije ponude prekograničnog financiranja za korporativne klijente i državu, zatim zbog sekularnog i propisima poticanog procesa razduživanja stanovništva te zbog aktivnosti banaka na prodaji neprihodujućih kredita. Smanjivanje kreditnog portfelja uz stabilnu razinu depozita u bankama kreiralo je višak likvidnosti koji je iskorišten za otplatu sekundarnih izvora financiranja. No, prostor za daljnje razduživanje banaka iscrpljen je prošle godine, pa viškove likvidnosti banke nastoje plasirati u nove kredite klijentima. Prostor za rast kredita nalaze u segmentu poduzeća, gdje plasmani banaka financiraju manje od polovine ukupnog zaduženja poduzeća. Veći dio duga poduzeća odnosi se na direktno zaduživanje u inozemstvu. S druge strane, višak likvidnosti snizio je cijenu financiranja kredita u kunama na razinu dominantnog kreditiranja u eurima. Stoga banke jačaju ponudu kunskih kredita poduzećima ciljajući na refinanciranje inozemnih dugova poduzeća.

Ustaljena navika klijenata da oročavaju depozite u eurima usporedno s porastom dugoročnih kredita u kunama rezultira širenjem valutne i ročne neusklađenosti te neusklađenosti promjene kamatnih stopa u bilancama banaka. U 2017. širenje bilančnih neravnoteža u bankama neće ograničavati realizaciju strategije pojačanog kreditiranja poduzeća jer je kumulirani višak likvidnosti u bankama dostatan za financiranje tog procesa. Međutim, kriza u najvećem domaćem poduzeću (Agrokora), u čijem se sastavu nalazi i najveći maloprodajni lanac trgovina (Konzum), mogla bi ugroziti planove banaka. Zastoj u naplati potraživanja od Agrokora širi se preko vlasnički i komercijalno povezanih poduzeća te ugrožava poslovanje znatnog dijela gospodarstva. Na kraju prvog tromjesečja izvjesno je da će restrukturiranje Agrokora rezultirati umanjnjem vrijednosti potraživanja kreditora od te kompanije, ali se još ne može sa sigurnošću prognozirati koji su razmjeri širenja krize na poduzeća u komercijalnoj vezi s Agrokora. U ovoj godini očekujemo porast gubitaka banaka na vrijednosti kreditnog portfelja, što će negativno utjecati na profitabilnost banaka. Razmjeri negativnog utjecaja ovisit će o uspješnosti upravljanja procesom restrukturiranja kompanije.

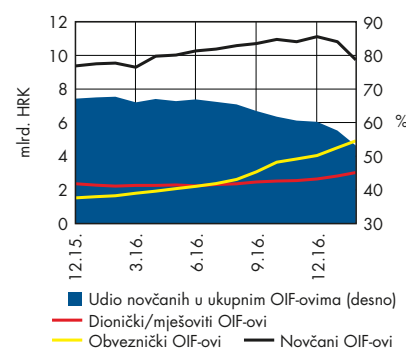
Anton Starčević

Hrvatski financijski sektor, struktura



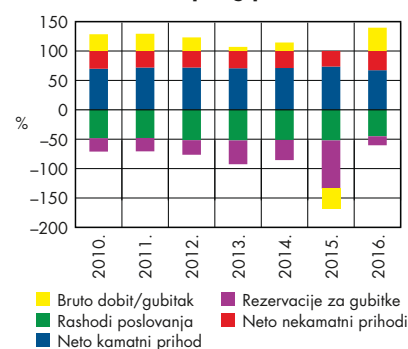
Izvori: HNB, HANFA, Raiffeisen istraživanja

Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina u mlrd. kn



Izvori: HANFA, Raiffeisen istraživanja

Struktura rezultata poslovanja banaka, u % ukupnog prihoda*

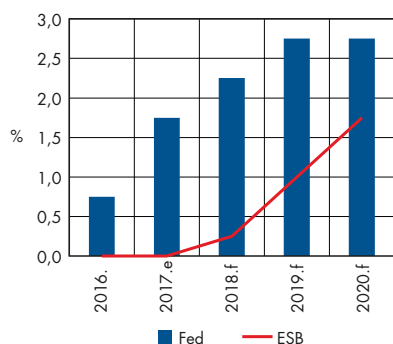


* - formiranje ukupnog prihoda (između 0% i 100%)
 - raspodjela ukupnog prihoda osim dobiti (ispod 0%)
 - učešća dobiti u ukupnom prihodu (iznad 100%)
 Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Restriktivan Fed, ekspanzivan ESB

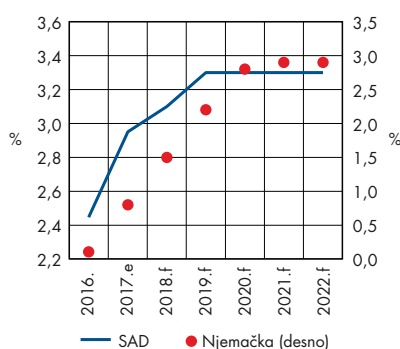
- Normalizacija kamatnih stopa Fed-a
- Nastavlja se program monetarnog popuštanja ESB-a

Referentne kamatne stope, kr



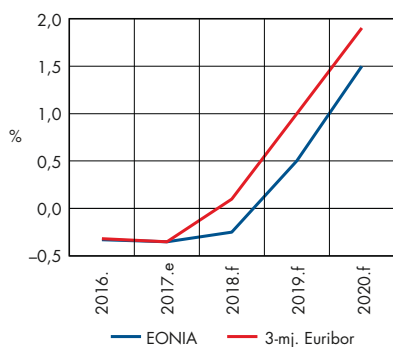
Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na 10-god. državne obveznice, kr



Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Kamatne stope, kr



Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Na posljednjem sastanku čelnika FOMC-a (održanom sredinom ožujka) donesena je odluka o povećanju referentne kamatne stope za 0,25 pb, na raspon između 0,75% i 1,00%. Istodobno najavljena su još dva podizanja do kraja ove godine. Postupna normalizacija kamatnih stopa nastavit će se i tijekom sljedeće dvije godine, što bi u konačnici rezultiralo referentnim kamatnjakom na razini od oko 3,00% do kraja 2019. Osnovne makroekonomske varijable (BDP, inflacija i stopa nezaposlenosti) u trogodišnjem projekcijskom razdoblju ostale su uglavnom nepromijenjene, no guvernerka Yellen jasno je naznačila da one zasad ne uključuju eventualne promjene u ekonomskoj i fiskalnoj politici, smatrajući kako nije moguće trenutačno procijeniti njihove učinke na gospodarstvo, tržište rada i inflaciju. Prema našim ocjenama, objavljeni zapis s FOMC-ova sastanka djeluje prilično balansirano. S jedne strane ciljana stopa inflacije sve više naglašava važnost kretanja temeljne stope inflacije (engl. core), dok je s druge strane jasno opredjeljenje za postupnu normalizaciju kamatne stope. Stoga smatramo da u scenariju realizacije najavljenih poteza predsjednika Trumpa (ponajprije onih usmjerenih na značajnije smanjenje poreznog tereta kućanstava) potencijalno raste i vjerojatnost podizanja referentnog kamatnjaka. Štoviše, s obzirom na to da posljednji podaci s tržišta rada u SAD-u upućuju na punu zaposlenost, ne isključujemo mogućnost dinamičnije normalizacije kamatne stope. Prvo sljedeće podizanje moglo bi biti već u lipnju.

S naše strane Atlantika, na ožujskom zasjedanju Upravno vijeće ESB-a je na temelju redovnih makroekonomskih analiza potvrdilo da treba održati visoku razinu prilagodljivosti monetarne politike u cilju trajnog povratka stope inflacije na razinu od oko 2%. Očekivano, ključne kamatne stope ESB-a ostale su nepromijenjene, s naznakom da će do daljnjega ostati na sadašnjim ili nižim razinama (i nakon *Programa kupnji vrijednosnih papira*). Ekspanzivni *QE program* ESB-a nastavlja se kroz kupnje vrijednosnica u mjesečnom iznosu od 60 mlrd. eura do prosinca ove godine, ali ovisno o potrebi i u duljem razdoblju. Drugim riječima, ESB naglašava spremnost na eventualno povećanje opsega programa kupnje vrijednosnih papira i/ili produljenje razdoblja njegove provedbe u slučaju pogoršanja izgleda odnosno lošijih financijskih uvjeta koji bi ugrozili postojanu prilagodbu inflacijskih kretanja. Pritom je važno istaknuti da je rast ukupne razine inflacije zasad primarno posljedica rasta cijena energije i nepretrađenih prehrambenih proizvoda, dok su temeljni inflacijski pritisci još uvijek slabi. Stoga ESB u srednjoročnom razdoblju predviđa tek postupan rast temeljne inflacije (core), potpomognute ekspanzivnim monetarnim mjerama, očekivanim gospodarskim rastom i odgovarajućim postupnim smanjivanjem neiskorištenosti kapaciteta. U tom kontekstu predviđamo kako je prvo podizanje referentnog kamatnjaka od strane ESB-a moguće očekivati tek koncem sljedeće godine. Konkretnije projekcije budućih kupnji vrijednosnica u sklopu *QE programa* ESB bi mogao dati već na sastanku u rujnu. Najavu postupnog smanjenja kupnji na mjesečnoj razini očekujemo u prvoj polovici 2018., što bi posljedično moglo gurnuti prinose na desetogodišnji njemački Bund prema višim razinama.

Tomislava Ujević

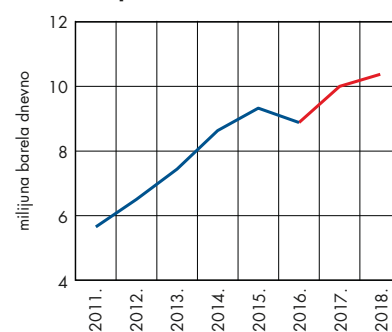
OPEC dodatno smanjuje proizvodne kvote?

- Rastuća neizvjesnost o smanjenju proizvodnje u uvjetima zasićenosti tržišta
- OPEC implementirao najavljene proizvodne rezove gotovo u cijelosti

Čini se da se euforija koju je krajem prošlogodišnjeg studenoga izazvala odluka zemalja članica OPEC-a i pojedinih nečlanica o smanjenju razine proizvodnje ponovo vratila na tržište krajem ožujka. I dok je na samom početku ove godine cijena za barel nafte tipa Brent dosegla oko 58 dolara, odnosno najvišu razinu u 18 mjeseci, ona se u ožujku ponovo spustila ispod 50 dolara. Posljedica takvih kretanja vjerojatno leži u činjenici kako raste nesigurnost među investitorima iz dva razloga: prvi je sve veća zabrinutost tržišnih sudionika oko navodnog drastičnog povećanja proizvodnje nafte iz škriljevca u SAD-u, što bi moglo rezultirati porastom razine zaliha sirove nafte i time napore OPEC-a o održavanju ravnoteže na tržištu učiniti neuspješnima. S druge strane neizvjesnost na tržištima izaziva i očekivanje hoće li i u kojoj mjeri države članice OPEC-a i dio nečlanica proširiti svoj dogovor oko smanjivanja proizvodnje. Iako je nepobitna činjenica da proizvodnja nafte iz škriljevca raste, kad se promatraju brojke od kraja rujna do kraja 2016. proizvodnja je u SAD-u porasla tek za oko 2,5%. Prema procjenama Američke agencije za energiju (EIA) proizvodnja nafte iz škriljevca je u prvim mjesecima ove godine porasla otprilike 3,5%, a do kraja godine taj bi rast mogao dosegnuti stopu od 8 – 9% u odnosu na kraj 2016. U 2018. očekuje se prosječan godišnji rast proizvodnje za otprilike 500 – 600 tisuća b/d. U tom pogledu javlja se pitanje hoće li takve stope rasta proizvodnje nafte iz škriljevca u SAD-u biti dovoljne da ugroze prilagodbu vrlo visokih razina globalnih zaliha. Prema našem mišljenju, odgovor je jasno negativan. S jedne strane, proizvodnja nafte iz škriljevca čini samo 5% globalne proizvodnje. S druge strane, čini se vrlo vjerojatnim kako će razina proizvodnje od strane nečlanica OPEC-a (osim SAD-a) u najboljem slučaju stagnirati. Imajući na umu povijesne usporedbe, očekujemo da će povećanje proizvodnje svih nečlanica OPEC-a (uključujući SAD) ostati daleko ispod prosjeka od 0,4 mil. b/d u ovoj godini. U isto vrijeme, proizvodnja OPEC-a u ovoj godini će se blago smanjiti u usporedbi s 2016. OPEC je već smanjio svoju proizvodnju za oko 1,2 mil. b/d, čime se stopa provedbe dogovora približila razini od 100%. Bilo bi naivno u ovoj fazi pretpostaviti kako će ovakva "proizvodna disciplina" ostati nepromijenjena do kraja godine. Osim toga, povijest pokazuje kako "proizvodna disciplina" pojedinih članica OPEC-a opada tijekom dužeg razdoblja. Očekujemo kako će OPEC dogovor o smanjenju proizvodnje produžiti jedanput u ovoj godini. Uz pretpostavku o postupnom smanjenju "proizvodne discipline" prema kraju godine procjenjujemo da će prosječna proizvodnja OPEC-a u ovoj godini biti na razini od 32,3 mil. b/d, što će ustvari značiti smanjenje proizvodnje za samo 0,2 mil. b/d u odnosu na 2016. Uslijed povećanja proizvodnje nafte u SAD-u procjenjuje se porast globalne proizvodnje nafte za oko 0,2 mil. b/d u odnosu na prethodne godine. Stavljajući navedeni porast u kontekst globalne potražnje za naftom – koja će prema Međunarodnoj agenciji za energiju rasti za 1,4 mil. b/d ove godine – vidimo suženje ponude i potražnje za 1,2 b/d u ovoj godini u odnosu na 2016. U takvim okolnostima razina globalnih zaliha sirove nafte vratila bi se na "zdrave" razine kao u razdoblju između 2010. i 2014. godine. Očekujemo rast cijene nafte na 60 dolara po barelu do sredine godine. Na razini cijele godine očekujemo da će prosječna cijena nafte tipa Brent biti na razini od 58 dolara po barelu.

Elizabeta Sabolek Resanović

Proizvodnja nafte u SAD-u



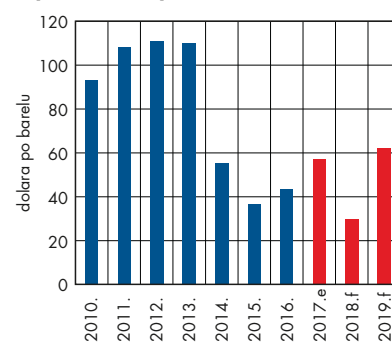
Izvori: Energy Information Administration, Raiffeisen istraživanja

OPEC proizvodnja



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Cijena nafte tipa Brent*

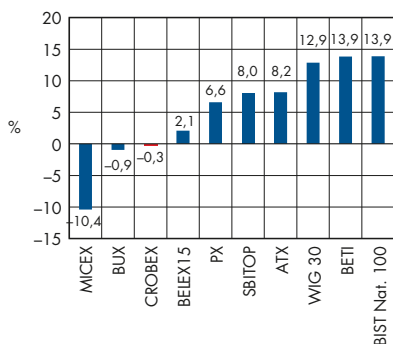


*prosječna godišnja cijena
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Poništeni dobiti s početka godine

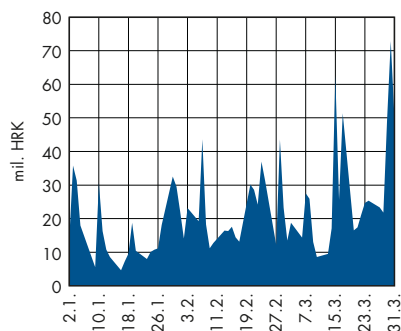
- Solidan rast većine dioničkih indeksa regije SIE
- Turbulentno prvo tromjesečje 2017. na Zagrebačkoj burzi
- Indeks CROBEXkonstrukt dobitnik tromjesečja s rastom od 57,5%

Regionalni indeksi – prinosi u 1. tromjesečju 2017.*



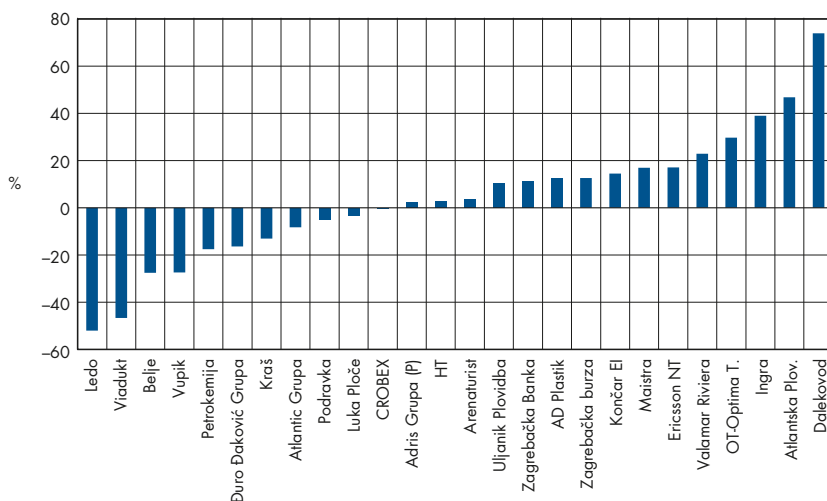
* u lokalnoj valuti na datum 31.3.2017. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Promet dionicama



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati sastavnica CROBEX-a u prvom tromjesečju 2017. (dividende nisu uključene)*



*povrati izračunati na datum 31.3.2017. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Dionička tržišta regije SIE u prvom su tromjesečju 2017. zabilježila uglavnom pozitivna kretanja, u skladu s općenito prisutnim pozitivnim raspoloženjem na razvijenim tržištima. Poticaj su dali dobri rezultati poslovanja kompanija u SAD-u i Europi te povoljno makroekonomsko okruženje, kao i najave poticajnih mjera Trumpove administracije. Najviše povrate među regionalnim indeksima ostvarili su turski indeks BISTNat 100 te rumunjski BET. BISTNat 100 je profitirao zbog relativno povoljnog vrednovanja, dok je indeks BET rastao na krilima dobrih makroekonomskih očekivanja. S druge strane ruski indeks MICEX zabilježio je uvjerljivo najveći pad među regionalnim indeksima zbog nepovjerenja investitora u poboljšanje odnosa Rusije i SAD-a, a ni kretanje cijena nafte nije išlo u prilog. Pad je zabilježio i bugarski indeks BUX unatoč povoljnom makroekonomskom okruženju.

Nakon snažnog rasta dioničkih indeksa Zagrebačke burze u siječnju i veljači na krilima poboljšanih makroekonomskih prognoza te općenito rastućeg optimizma, CROBEX je u ožujku zabilježio oštar pad na razinu ispod 2.000 bodova te je od početka godine gotovo stagnirao (-0,3%). Razlog lošijem raspoloženju bila je nervoza investitora oko krize s Agrokorom pa su minuse na tromjesečnoj razini zabilježile ne samo dionice kompanija u sastavu Agrokora već i ostale sastavnice CROBEX-a iz prehrambenog sektora. Značajan pad vrijednosti zabilježile su i dionice Viadukta nakon vijesti o raskidu ugovora za gradnju mosta Čiovo te blokadi računa kompanije. S druge pak strane, najviši rast među sastavnicama CROBEX-a imala je dionica Dalekovoda, zbog dobrih rezultata poslovanja, a slijedi je dionica Atlantske plovidbe, koja je profitirala zbog rasta Baltic Dry Indeksa vozarina rasutih tereta u ožujku. U skladu s navedenim, među sektorskim indeksima najveći je gubitnik bio CROBEXnutris, dok je indeks građevinskog sektora od početka godine porastao čak 57,5%. Dvoznamenkasti rast ostvario je i indeks sektora transporta (+11,1%). Ukupni dionički promet se u odnosu

na isto razdoblje 2016. udvostručio te je iznosio 20 mil. kuna dnevno u prosjeku. U promatranom razdoblju najviše se trgovalo dionicama Jamnice (ukupni promet 128,9 mil. kuna) i dionicama Valamar Riviere (ukupni promet 128,4 mil. kuna) te dionicama Hrvatskog telekoma (ukupni promet 116,6 mil. kuna). Ukupna tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi na kraju tromjesečja iznosila je 142,3 mlrd. kuna, što predstavlja pad od 0,6% u odnosu na kraj 2016.

Ana Turudić i Nada Harambašić Nereau

Neizvjesnost zbog Agrokorora

- Zbog krize u Agrokoru očekujemo volatilno trgovanje na Zagrebačkoj burzi
- Kriza bi se mogla negativno odraziti na rezultate Agrokorovih dobavljača kroz manju prodaju, a za hotelske kompanije i dalje očekujemo rast profitabilnosti
- Osim CROBEX10, indeksi u regiji još uvijek imaju umjereni PER

Očekivanja kretanja dioničkih indeksa u regiji¹ uglavnom su optimistična uslijed očekivanog nastavka mjera ekspanzivne monetarne politike i relativno umjerenog vrednovanja, dok bi političke nesigurnosti mogle dovesti prije do povremenih padova nego do trajno negativnog sentimenta. Unatoč rastu vrijednosti većine regionalnih indeksa, smatramo da je njihovo relativno vrednovanje još uvijek umjereno u usporedbi s vodećim europskim i američkim indeksima, čiji su PER-ovi za 2017.e na razinama oko 14x i 18x. Najniži PER među promatranim indeksima i dalje ima ruski MICEX, a nešto veće cijene nafte do kraja godine mogle bi se preslikati i na rast tog indeksa, kojemu bi u prilog mogao ići i rast ekonomskih indikatora. Očekivani prinos od dividende za indekse u regiji iznosi od 2,7%, koliko je procjena za 2017.e za indeks BUX, do 5%, koliko je procjena za češki PX i ruski MICEX. Procjena za CROBEX10 (2,65% prema računanju Bloomberg) nalazi se na donjoj granici raspona i slična je prinosu ostvarenom u 2016.

Iako su rezultati poslovanja kompanija u 2016. većinom upućivali na rast dobiti ili smanjenje gubitaka u odnosu na godinu prije, pad cijena dionica u jeku krize u Agrokoru odražava zabrinutost ulagača oko naplate potraživanja i uspješnog nastavka plasmana robe kroz najveći maloprodajni lanac, pogotovo za uskrnu potrošnju i turističku sezonu. S obzirom na brojne neizvjesnosti oko nastavka rješavanja situacije u Agrokoru i njegovih dobavljača, vrlo je izazovno artikulirati očekivanja za smjer kretanja dioničkih indeksa na Zagrebačkoj burzi. Tako da unatoč snažnoj korekciji cijena dionica ne možemo isključiti nastavak pesimističnog raspoloženja u sljedećih 15 mjeseci i kasnije. Toliko je, naime, prema Lex Agrokor predviđeno trajanje izvanredne uprave u Agrokoru, koja bi nakon stabilizacije poslovanja trebala kreirati nagodbu s dobavljačima i vjerovnicima tog koncerna. Osim toga, PER za ovu i sljedeću godinu za CROBEX10 još je uvijek iznad ostalih indeksa u regiji (14,5x prema računanju Bloomberg). Što se tiče hotelskih kompanija, i dalje očekujemo rast profitabilnosti i indikatora djelomično i zbog visokih ulaganja u ponudu i kvalitetu smještajnih kapaciteta. Iako se na planu preuzimanja i spajanja realizirao tek postupak preuzimanja većinskog paketa dionica Crnogorskog Telekoma, a privatizacija i prodaja državnih udjela pala je u drugi plan, u ostatku godine bi se nakon eventualne stabilizacije krize u Agrokoru moglo nastaviti s najavljenim postupcima. Također, ne treba isključiti ni mogućnost prodaje pojedinih sastavnica koncerna Agrokor u sklopu procesa restrukturiranja.

Ana Turudić i Nada Harambašić Nereau

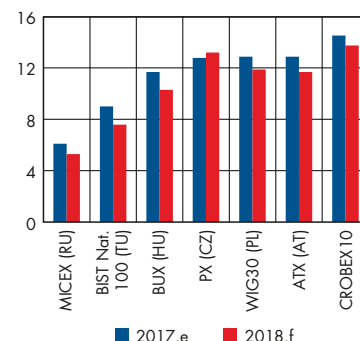
Multiple CROBEX kompanija (rezultati za 2016.)

Kompanija	PER	EV/EBITDA
AD Plastik	13,7	7,4
Adris grupa	18,4	6,0
Arena Hospitality G.	neg.	neg.
Atlantic Grupa	16,4	8,9
Atlantska plovidba	neg.	54,3
Belje	neg.	8,7
Dalekovod	10,6	10,3
Đuro Đaković grupa	neg.	35,5
Ericsson Nikola Tesla	16,5	10,5
Hrvatski telekom	15,3	4,1
Ingra	82,1	neg.
Končar-elektroindustrija	14,2	7,5
Kraš	24,6	8,9
Ledo	4,61	1,39
Luka Ploče	neg.	neg.
Maistra	21,2	12,3
OT-Optima telekom	15,5	4,5
Petrokemija	neg.	23,2
Podravka	13,7	7,8
Uljanik plovidba	neg.	20,2
Valamar Riviera	15,3	13,4
Viadukt	77,9	4,3
Vupik	neg.	14,3
Zagrebačka banka	11,3	n.a.
Zagrebačka burza	neg.	neg.

* u lokalnoj valuti na datum 20.4.2017. (18:30 sati)

Izvori: ZSE, Raiffeisen istraživanja

PER dioničkih indeksa



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

¹ http://www.rbinternational.com/eBusiness/services/resources/media/829189266947841370-829189181316930732_829603300989963599-1230814665005830980-1-2-EN.pdf

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomska istraživanja

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

Financijsko savjetovanje

mr. sc. Nada Harambašić Nereau, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 870, e-adresa: nada.harambasic-nereau@rba.hr
 Ana Turudić, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr

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

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

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

Urednik

mr. sc. Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih istraživanja

Kratice

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje

ARZ – Autocesta Rijeka–Zagreb

bb – bazni bod

BDP – bruto domaći proizvod

CIS – Zajednica neovisnih država

DZS – Državni zavod za statistiku

e – procjena (*estimate*)

EK – Europska komisija

EONIA – *Euro OverNight Index Average*

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*

FI – financijska institucija

FOMC – *The Federal Open Market Committee*

god., g – godina

HAC – Hrvatske autoceste

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvitak

HC – Hrvatske ceste

HNB – Hrvatska narodna banka

HRK – kuna

ILO – *International Labour Organisation*

JIE – zemlje Južne i Istočne Europe

kr – kraj razdoblja

m – mjesec

MF – Ministarstvo financija

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

OIF – otvoreni investicijski fond

OPEC – *Organization of the Petroleum Exporting Countries*

pb – postotni bod

PDV – porez na dodanu vrijednost

PER – omjer cijene i zarade po dionici (*price earnings ratio*)

pr – prosjek razdoblja

QE – *Quantitative easing*

RBA – *Raiffeisen Bank*

SAD – Sjedinjene Američke Države

SE – zemlje Srednje Europe

SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe

TZ – trezorski zapis

USD – američki dolar

VK – valutna klauzula

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 24. travnja 2017.

Publikacija odobrena od strane urednika: 27. travnja 2017. u 10:10 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 27. travnja 2017. u 10:15 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. Ulagateljima se savjetuje da stupe u kontakt s ovlaštenim investicijskim savjetnikom za pojedinačna objašnjenja i savjete.

RBA, Raiffeisen Bank International AG ("RBI"), te bilo koje s njima povezano društvo kao ni njihovi direktori, ovlaštene osobe ili zaposlenici, te bilo koja druga osoba, ne prihvaćaju nikakvu odgovornost (iz nemara ili drugog razloga) za bilo kakve gubitke prouzročene na bilo koji način zbog korištenja ove publikacije ili njezinog sadržaja, odnosno na drugi način prouzročene s njom u vezi.

Ova se publikacija distribuira ulagačima od kojih se očekuje donošenje samostalnih investicijskih odluka i procjene rizika ulaganja, kako rizika samog izdavatelja tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda, bez nepotrebnog oslanjanja na ovu publikaciju, te se, bez prethodnog odobrenja RBA, ne smije distribuirati, umnažati ili objavljivati u cijelosti ili djelomično ni u koju svrhu.

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

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

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

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

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

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

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

Prilikom objave analize, preporuka je određena koristeći gore definirane 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	0	5	0	0	1	1
% svih preporuka	0%	72%	0%	0%	14%	14%
Usluge invest. bankarstva	0	0	0	0	0	0
% svih usl. invest. bankar.	0%	0%	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.