RBAnalize

broj 66
srpanj 2017.

Rast, iako sporiji, se nastavlja

- Rast na krilima izvoza i osobne potrošnje
- Izlazak iz Procedure prekomjernog proračunskog manjka
- Sve oči uprte u visoku sezonu
- Dobiti kompanija u 2017. pod utjecajem krize u Agrokoru

Raiffeisen ISTRAŽIVANJA

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Dziewul

www.rba.hr

Sadržaj

Pokazatelji
Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja 3
Usporedne tablice 4

Uvod
Rast se nastavlja uz povećane rizike 5

Politika, realni sektor, tržište rada
Tek blago usporavanje rasta, veći izazov 2018. 6

Platna bilanca, inozemni dug
Razduživanje nastavlja sektor poduzeća 8

Tečaj, monetarna politika i inflacija
Visoka likvidnost, niske kamatne stope i stabilan tečaj 9

Fokus tema: Agrokor
Agrokor – rast na dug došao na naplatu 10

Tržište duga/javni dug/fiskus
Osnove postavljene, reforme u javnom sektoru imperativ 12

Financijski sustav
Privremeni otklon od pozitivnih trendova 15

Politike središnjih banaka
Nastavak divergencije monetarnih politika 16

Nafta
Fokus na smanjivanju zaliha 17

Tržište dionica
Rezervacije bi mogle smanjiti dobit i dividende u 2017. 18

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	2,2	3,0	2,9	2,3
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	45.022	44.744	43.965	43.495	42.981	44.072	45.817	47.900	49.800
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.495	10.452	10.301	10.220	10.147	10.404	10.899	11.520	12.014
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	2,0	2,5
Cijene, nezaposlenost i proračun									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	1,8	2,1	4,7	0,3	–0,5	–0,6	0,2	1,4	2,0
%, prosjek	1,1	2,3	3,4	2,2	–0,2	–0,5	–1,1	1,5	1,7
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	2,6	2,4
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	17,4	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	14,8	13,6	12,7
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	86,3	83,7	82,9	81,3
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	–0,1	1,0	2,1	4,8	2,6	3,7	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	41,5	42,4
Inozemni dug, kao % BDP-a[2]	104,2	103,7	103,0	105,3	107,9	103,0	90,9	86,6	85,1
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga[2]	275,8	256,0	247,0	244,0	235,7	211,0	182,7	170,7	166,1
Financijski pokazatelji									
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,57	5,82	5,73	5,55	6,30	6,99	7,17	7,01	6,52
pr, USD/HRK	5,50	5,34	5,85	5,71	5,75	6,86	6,80	6,90	6,72
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	1,4	0,9	1,1	2,0

[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	3,8	2,7	3,8	3,1
Mađarska	3,1	2,0	3,8	3,6
Češka	4,6	2,3	2,7	2,5
Slovačka	3,8	3,3	3,3	4,0
Slovenija	2,3	2,5	4,6	3,3
SE	**3,8**	**2,6**	**3,6**	**3,1**
Hrvatska	**2,2**	**3,0**	**2,9**	**2,3**
Bugarska	3,6	3,4	3,7	3,7
Rumunjska	3,9	4,8	4,9	3,8
Srbija	0,7	2,8	3,0	3,0
BiH	3,0	2,5	2,5	3,0
Albanija	2,2	3,5	4,0	4,0
JIE	**3,2**	**4,0**	**4,1**	**3,5**
Rusija	–2,8	–0,2	1,0	1,5
Ukrajina	–9,8	2,3	1,5	3,0
Bjelorusija	–3,8	–2,6	0,5	1,5
CIS	**–3,3**	**–0,1**	**1,0**	**1,6**
SIE	**0,0**	**1,3**	**2,3**	**2,4**
Austrija	1,0	1,5	2,2	1,7
Njemačka	1,5	1,8	1,7	1,5
Eurozona	2,0	1,8	2,1	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	2,2	2,4
Mađarska	0,0	0,2	2,6	3,3
Češka	0,3	0,7	2,3	2,1
Slovačka	–0,3	–0,5	1,1	2,0
Slovenija	–0,8	–0,2	1,8	2,2
SE	**–0,5**	**–0,2**	**2,1**	**2,4**
Hrvatska	**–0,5**	**–1,1**	**1,5**	**1,7**
Bugarska	–0,1	–0,8	1,9	2,6
Rumunjska	–0,6	–1,5	0,9	2,9
Srbija	1,4	1,2	4,0	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**	**1,6**	**2,6**
Rusija	15,6	7,1	4,0	4,5
Ukrajina	48,7	13,9	12,0	7,4
Bjelorusija	13,5	12,0	10,0	9,0
CIS	**17,7**	**7,7**	**4,7**	**4,8**
SIE	**9,1**	**3,9**	**3,4**	**3,7**
Austrija	0,8	1,0	2,0	2,1
Njemačka	0,1	0,4	1,9	2,2
Eurozona	0,0	0,2	1,6	1,5
SAD	**0,1**	**1,2**	**2,2**	**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	9,0	8,0
Češka	9,1	–3,6	4,0	3,1
Slovačka	16,9	–9,3	4,0	4,0
Slovenija	1,0	–3,1	n.v.	n.v.
SE	**7,0**	**–6,7**	**5,2**	**4,9**
Hrvatska	**1,6**	**4,6**	**4,5**	**6,0**
Bugarska	2,7	–4,0	2,3	4,5
Rumunjska	8,3	–3,3	6,5	7,0
Srbija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
BiH	3,0	3,5	4,0	7,0
Albanija	4,0	7,1	n.v.	n.v.
JIE	**5,3**	**–1,1**	**4,5**	**5,4**
Rusija	–9,4	–1,4	3,0	4,0
Ukrajina	–9,2	20,1	15,0	7,0
Bjelorusija	–15,9	n.v.	n.v.	n.v.
CIS	**–9,6**	**0,1**	**3,7**	**4,1**
SIE	**–2,0**	**–2,4**	**4,3**	**4,5**
Austrija	**0,7**	**3,4**	**2,2**	**2,5**
Njemačka	1,1	2,0	2,1	n.v.
Eurozona	2,2	3,0	5,9	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	–0,2	–0,9
Mađarska	3,4	5,4	3,2	2,9
Češka	0,2	1,1	1,1	1,2
Slovačka	0,2	–0,6	–0,4	0,6
Slovenija	5,2	6,8	6,6	6,2
SE	**0,2**	**0,6**	**0,5**	**0,2**
Hrvatska	**4,8**	**2,6**	**3,7**	**2,2**
Bugarska	0,4	3,8	3,4	0,9
Rumunjska	–1,2	–2,4	–3,6	–3,8
Srbija	–4,6	–3,9	–3,7	–3,5
BiH	–5,5	–4,4	–6,0	–6,2
Albanija	–10,8	–9,1	–9,2	–9,5
JIE	**–1,1**	**–1,4**	**–2,0**	**–2,7**
Rusija	5,1	1,7	4,7	5,5
Ukrajina	–0,2	–4,1	–4,1	–3,6
Bjelorusija	–3,8	–3,6	–3,5	–3,4
CIS	**4,4**	**1,2**	**3,9**	**4,6**
SIE	**2,3**	**0,6**	**2,1**	**2,2**
Austrija	1,9	1,7	2,1	2,3
Njemačka	8,3	8,3	8,0	8,0
Eurozona	3,0	3,3	3,0	3,0
SAD	**–2,6**	**–2,4**	**–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	–2,8	–3,0
Mađarska	–2,0	–2,0	–2,5	–3,0
Češka	–0,6	0,6	–0,2	0,0
Slovačka	–2,7	–1,7	–1,5	–1,5
Slovenija	–2,9	–1,8	–1,5	–1,3
SE	**–2,1**	**–1,8**	**–2,0**	**–2,1**
Hrvatska	**–3,4**	**–0,8**	**–1,9**	**–2,0**
Bugarska	–2,8	1,6	–0,5	–1,0
Rumunjska	–0,8	–3,0	–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**	**–1,9**	**–2,5**	**–2,7**
Rusija	–3,6	–3,7	–2,5	–2,0
Ukrajina	–2,3	–2,9	–3,2	–2,7
Bjelorusija	1,8	1,5	1,0	1,0
CIS	**–3,3**	**–3,5**	**–2,4**	**–1,9**
SIE	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**
Austrija	–1,1	–1,6	–1,0	–1,1
Njemačka	0,7	0,8	0,5	0,3
Eurozona	–2,1	–1,5	–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	54,0	54,1
Mađarska	75,2	73,9	73,2	72,4
Češka	40,3	37,9	36,8	35,8
Slovačka	52,5	51,9	52,0	50,9
Slovenija	83,1	79,7	77,0	74,7
SE	**53,8**	**53,7**	**53,9**	**53,4**
Hrvatska	**86,3**	**83,7**	**82,9**	**81,3**
Bugarska	25,6	29,1	27,5	28,0
Rumunjska	38,0	37,6	38,4	39,7
Srbija	74,7	71,6	68,8	66,4
BiH	42,8	42,5	42,8	42,5
Albanija	72,7	71,0	69,0	65,0
JIE	**47,7**	**47,3**	**47,0**	**47,2**
Rusija	12,7	13,5	14,0	14,5
Ukrajina	72,3	76,1	78,4	73,0
Bjelorusija	36,5	39,0	38,7	36,5
CIS	**17,4**	**18,4**	**19,0**	**19,1**
SIE	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**
Austrija	85,5	84,6	80,7	79,2
Njemačka	71,2	68,3	65,8	63,3
Eurozona	90,3	89,2	88,2	87,0
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	72,4	71,3
Mađarska	106,2	98,3	88,3	81,8
Češka	69,4	73,2	76,3	74,0
Slovačka	85,4	88,8	87,2	84,0
Slovenija	116,6	108,8	103,5	102,0
SE	**64,9**	**66,6**	**65,1**	**63,4**
Hrvatska	**103,0**	**90,9**	**86,7**	**85,2**
Bugarska	75,3	73,3	68,9	65,7
Rumunjska	56,5	54,6	53,0	52,3
Srbija	81,6	74,2	70,5	66,6
BiH	53,4	54,7	55,1	54,3
Albanija	73,2	71,7	67,9	65,6
JIE	**68,4**	**64,6**	**50,2**	**49,0**
Rusija	37,9	39,0	29,5	25,8
Ukrajina	130,9	121,7	114,5	108,8
Bjelorusija	70,2	79,3	69,4	69,7
CIS	**44,7**	**45,8**	**35,8**	**32,3**
SIE	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	126,2	126,2	n.v.	n.v.
SAD	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjek)

	2015.	2016.	2017.e	2018.f
Poljska	4,18	4,36	4,21	4,09
Mađarska	309,93	311,47	309,53	311,88
Češka	27,28	27,03	26,53	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	4,54	4,51
Srbija	120,73	123,13	123,57	124,88
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	139,72	137,33	135,15	136,50
Rusija	68,01	74,14	62,83	67,71
Ukrajina	24,33	28,27	29,05	31,29
Bjelorusija	1,77	2,20	2,08	2,40
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	**euro**	**euro**	**euro**	**euro**
SAD	**1,11**	**1,11**	**1,08**	**1,11**

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
Eurozona			
SAD	**AA+**	**Aaa**	**AAA**

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

Rast se nastavlja uz povećane rizike

Prva polovica godine u Hrvatskoj bila je u svakom pogledu zanimljiva. Najveća privatna kompanija postala je golem sistemski rizik za gospodarstvo uz još uvijek neizvjestan rasplet situacije. Posredno, pitanje oko Agrokora uzrokovalo je i privremenu, ali poprilično veliku političku neizvjesnost. Vlada premijera Plenkovića naposljetku je ipak opstala u izmijenjenom sastavu. Nakon lokalnih izbora i preslagivanja političkih pozicija izgledno je nešto mirnije političko razdoblje čak i uz krhku većinu u Saboru. Hrvatska se tako priključila mnogim europskim državama koje osobito proteklih nekoliko godina obilježava politička volatilnost. Iskustvo je pokazalo da potonje i ne predstavlja prevelik problem ako su institucionalno okruženje i vladavina prava snažni i učinkoviti. U suprotnome negativan rizik političke neizvjesnosti svakako raste. Sada se od Vlade očekuju konkretne mjere za unapređenje gospodarstva. Reforme i mjere za njihovo provođenje zacrtane su u Nacionalnom programu reformi. Ocjena provedbi tek predstoji, a ključnim smatramo mjere usmjerene na reformu javne administracije čiji zaposlenici (opća država) zajedno s javnim poduzećima čine preko 20% radne snage. U takvim uvjetima još uvijek visoko porezno opterećenje teško je smanjiti.

U sjeni Agrokora i političkih previranja, Hrvatska je nastavila sa sličnom dinamikom oporavka. Ohrabrujuće raste izvoz roba i investicije. Ipak, pozitivne učinke inozemne i domaće potražnje umanjuje visoka uvozna ovisnost upućujući na nisku konkurentnost i potrebu jačanja izvoznog sektora i svjetskog tržišnog udjela. Sa strane ponude rast će predvoditi sektori vezani uz ugostiteljstvo. Unatoč usporavanju, očekujemo nastavak rasta u industriji te solidan oporavak građevinarstva, djelatnosti koja je još daleko od razina kakve smo viđali u pretkriznom razdoblju, a zamašnjak bi mogla dobiti kroz fondove Europske unije.

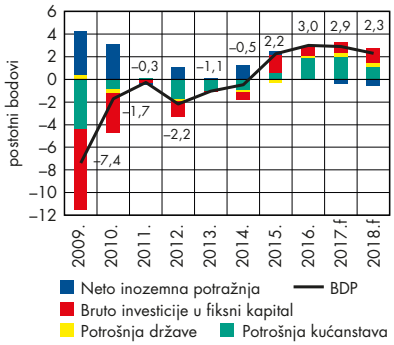
Procjene rasta gospodarstva blago su korigirane (kumulativno u dvije godine za 1 postotni bod), ali u projiciranom dvogodišnjem razdoblju još uvijek ostaju solidne i iznad dugoročno potencijalne stope rasta[1]. Prema našim očekivanjima stopa rasta u 2017. mogla bi biti tek blago ispod prošlogodišnjih 3%, ali 2018. mogla bi nas suočiti s posebnim izazovima. Neizvjesnost oko načina i brzine restrukturiranja Agrokora, sekundarni i indirektni učinci te globalno okruženje uključujući i mogućnost polaganog stezanja monetarnih politika neki su od ključnih, ali i ne malih izazova. Za sada je izvjesno da se prvo podizanje referentne kamatne stope u eurozoni neće dogoditi prije posljednjeg tromjesečja 2018., što unatoč očekivanom polaganom stezanju likvidnosti može zadržavati kamatne stope u negativnom području. Izvjesno je međutim da se razdoblje negativnih kamatnih stopa mora približiti svome kraju, a do tada vrijeme treba iskoristiti za daljnje sređivanje javnih financija. Mala i otvorena ekonomija poput Hrvatske s profilom rizičnosti neinvesticijskog rejtinga osobito je osjetljiva na mogućnost rasta kamatnih stopa i/ili financijskih nestabilnosti.

Povoljne tržišne uvjete i u ovoj i u 2018. godini trebalo bi pružati i domaće financijsko tržište budući da umjerene stope inflacije i stabilan tečaj ne zahtijevaju zaokret u monetarnoj politici. Pokušaj rekunizacije odnosno deeurizacije financijskog sustava tek djelomično daje rezultate jer dok se sklonost ka kunskom kreditiranju povećava, izvori sredstava banaka (dugoročni depoziti) ostaju dominantno u eurima.

Zrinka Živković Matijević

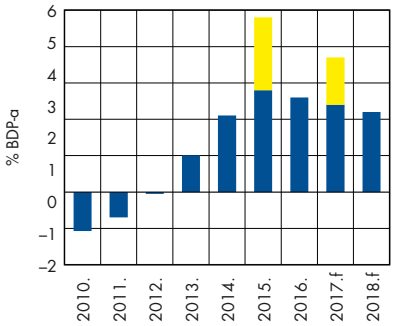
1 Ovisno o različitim procjenama ona se kreće uglavnom između 1 i 2%.

Rast BDP-a i doprinosi sastavnica



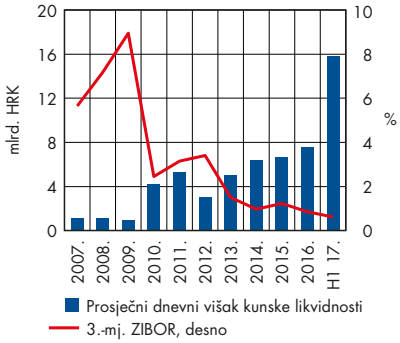
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



** žuto označava učinak CHF konverzije u 2015. te Agrokora u 2017.*
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Likvidnost i kamatne stope

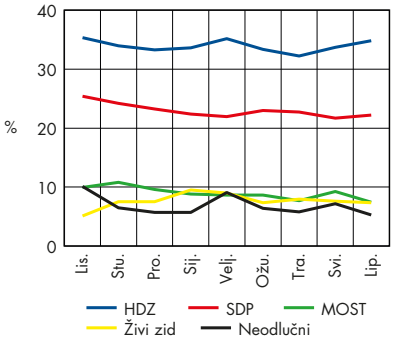


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Tek blago usporavanje rasta, veći izazov 2018.

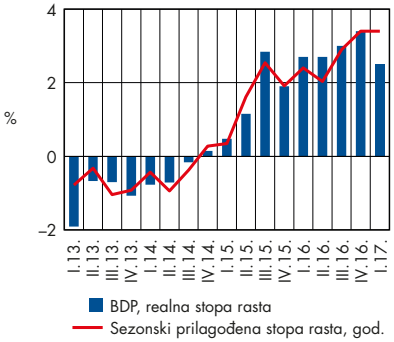
- **Visok uvoz umanjuje pozitivne učinke izvoza**
- **Rast na krilima domaće potražnje**

Ispitivanje javnog mnijenja o stranačkim preferencijama



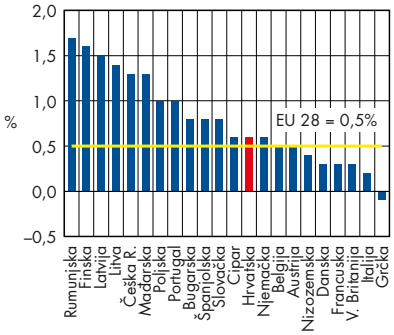
Izvori: Ipsos Plus, Raiffeisen istraživanja

Realne stope rasta BDP-a, yoy



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Realne stope rasta BDP-a*, qoq



** Sezonski prilagođene realne stope rasta*
Izvori: DZS, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Iako uz nešto sporiju dinamiku, rast gospodarstva nastavio se u prvom tromjesečju (2,5% prema originalnim podacima). S druge strane, prema sezonski prilagođenim podacima, godišnji rast BDP-a u promatranom tromjesečju zadržao se na 3,4% godišnje, a i u odnosu na prethodno tromjesečje stopa rasta zadržala se na 0,6%. Pojedinačno gledano najveći doprinos rastu došao je od robnog izvoza, ali je doprinos inozemne potražnje bio negativan (1,3 postotna boda). Posljedica je to relativno snažnog uvoza koji zbog visoke uvozne ovisnosti raste s jačanjem domaće potražnje i izvoza 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, dok će s druge strane izvoz usluga (turizma) kao i jačanje domaće potražnje generirati uvoz. Podaci na početku drugog tromjesečja o robnoj razmjeni s inozemstvom potvrđuju visoke stope rasta i izvoza i uvoza. Izvoz usluga, u čijem udjelu gotovo dvije trećine čini turizam, nakon skromnog rasta u prvom tromjesečju svoj će zamašnjak dobiti u drugome, što je dodatno podržano i činjenicom da su uskrsni blagdani bili u travnju. Iako bi podaci o turističkoj sezoni trebali potvrditi solidan rast broja noćenja i dolazaka turista, pa čak i nadmašiti očekivanja, treba imati u vidu učinak baznog razdoblja i činjenicu da je jedinstveni sustav za prijavu i odjavu turista eVisitor u punoj primjeni od 1. 1. 2016. On je zasigurno doprinio boljem statističkom praćenju turista, ali i vjerojatno smanjenju sive ekonomije u smještajnim kapacitetima. Turizam će i ove godine ostati glavni pokretač solidnih gospodarskih rezultata generirajući dodatne investicije usmjerene na povećanje i kapaciteta i kvalitete. Reputacija sigurnog i dostupnog turističkog odredišta uz očekivane prirodne ljepote pozitivno doprinosi atraktivnosti Hrvatske, ali dio dolazaka valja pripisati i nestabilnosti na konkurentskim tržištima Mediterana (Turska i Sjeverna Afrika). Prema preliminarnim podacima u prvih pet mjeseci, unatoč podbačaju rezultata u svibnju, broj dolazaka i broj noćenja bilježi dvoznamenkaste stope rasta.

Doprinos domaće potražnje rastu u prvom tromjesečju iznosio je razmjerno visokih 3,8 postotnih bodova, ponajprije zahvaljujući osobnoj potrošnji, iako je solidan rast ostvaren i kod bruto investicija. Godišnji rast osobne potrošnje zadržao se na 3,5% vjerojatno ohrabren poreznim rasterećenjem, polaganim rastom zaposlenosti i pozitivnim očekivanjima. Eskalacija krize s Agrokorom već u travnju pogoršala je percepciju potrošača o ekonomskoj i financijskoj situaciji, što se odrazilo i na usporavanje rasta u prometu u trgovini na malo. Međutim, već je svibanj pokazao blagi oporavak, što ohrabruje naša očekivanja da će možebitni utjecaj na osobnu potrošnju doći s određenim vremenskim odmakom i tek u slučaju značajnih otpuštanja u procesu restrukturiranja. Naime, tržište rada bilježi nastavak pada nezaposlenosti, polagani rast zaposlenosti i rast plaća. Iako je pad nezaposlenosti u 2017. započeo već u veljači, spustivši se u travnju

na najniže razine u posljednjih 20-ak godina, ostaje činjenica da je većina odljeva iz evidencije nezaposlenih posljedica tzv. brisanja zbog nepridržavanja zakonskih odredbi i odjava, a manjim dijelom zbog novog zapošljavanja. Osim toga novootvorena radna mjesta uglavnom se odnose na sezonske poslove i/ili poslove na temelju ugovora na određeno vrijeme (uglavnom u trgovini i ugostiteljstvu), dok manji broj rasta zaposlenosti dolazi iz industrije. Dakle, tržište rada ostaje krhko i opterećeno ozbiljnim strukturnim problemima neusklađenosti ponude i potražnje, dugotrajnom nezaposlenošću i padom broja radno sposobnog stanovništva.

Uz to Hrvatsku poput drugih država Europe prati proces demografskog starenja, a ne posustaje ni emigracija najproduktivnijeg dijela radno sposobnog stanovništva zbog lakšeg kretanja ljudi na jedinstvenom tržištu EU-a u uvjetima spore i neadekvatne dinamike otvaranja novih radnih mjesta. Stoga suočavanje i rješavanje problema gubitka jednog od nevrijednih resursa rasta – rada ostaje golem izazov nositeljima ekonomske politike i u kratkoročnom i u dugoročnom razdoblju.

Iako su investicije u prvom tromjesečju zabilježile razmjerno visoku stopu rasta od 5,4%, smatramo da će upravo ta sastavnica BDP-a najviše osjetiti neizvjesnost i probleme oko koncerna Agrokor. Stoga se glavnina korekcija prognoza rasta u 2017. i 2018. (za 0,4 odnosno 0,5 pb) oslanja na nižu investicijsku aktivnost. Ipak, investicije polako dobivaju zamašnjak kroz sredstva iz europskih fondova, a razdoblje pred lokalne izbore kao i inače vjerojatno je bilo popraćeno investicijskom aktivnošću javnog sektora. U prilog oporavku investicija idu razmjerno povoljni uvjeti financiranja i iznimno niska baza (snažan pad u kriznom razdoblju) pa još uvijek potencijale vidimo i u privatnom i javnom sektoru.

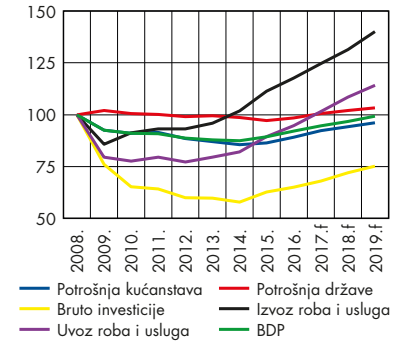
Ukratko, kratkoročno gledano premošćivanje problema Agrokora s likvidnošću omogućilo je predah cijelom gospodarstvu, vjerojatno bez značajnijeg utjecaja na osobnu potrošnju, ali uz odgodu određenih investicija. Međutim, "slučaj Agrokor" upozorio je ponovno na već dugo prisutne manjkavosti unutar samoga gospodarstva kroz aktualiziranje problema nemogućnosti naplate potraživanja. Upravo navedeni problem isticali su tijekom niza godina svi tržišni sudionici kao jednu od glavnih prepreka uspješnog poslovanja i konkurentnosti.

Naposljetku, očekujemo nastavak umjerenog, ali ipak pozitivnog rasta realne državne potrošnje tijekom svih tromjesečja.

Sa strane ponude očekujemo nastavak rasta osobito u djelatnostima usko povezanima s turizmom, trgovinom i IT industrijom. Umjereno pozitivan oporavak bilježit će i građevinarstvo. Prerađivačka industrija kao jedna od najznačajnijih djelatnosti gospodarstva (s udjelom oko 13%) usporit će oporavak. Nakon realnog godišnjeg rasta bruto dodane vrijednosti prerađivačke industrije od 2,8% u prvom tromjesečju 2017., stopa rasta u idućim tromjesečjima trebala bi se zadržavati na oko 2%.

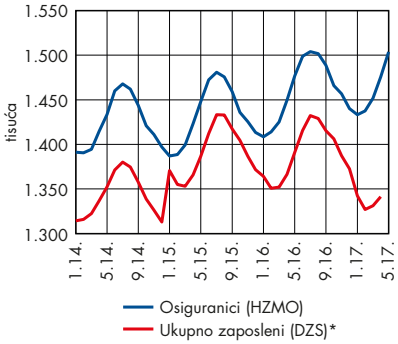
Zrinka Živković Matijević

Realni BDP i sastavnice (2008. = 100)



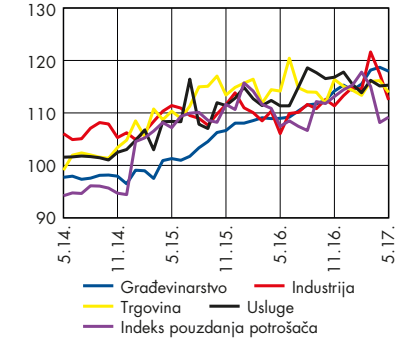
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj zaposlenih i broj osiguranika



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

Poslovni optimizam i pouzdanje potrošača

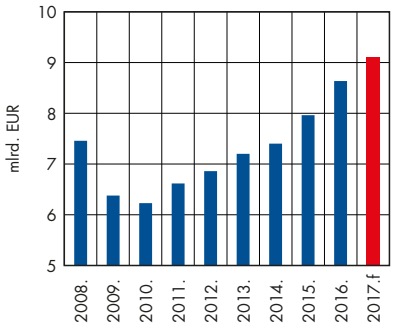


** Standardizirane vrijednosti, desezonirano*
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Razduživanje nastavlja sektor poduzeća

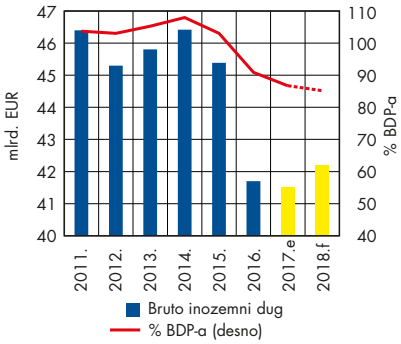
- **Uobičajen manjak na tekućem računu u prvom tromjesečju**
- **Izgledan nastavak pada bruto inozemnog duga**

Prihodi od turizma



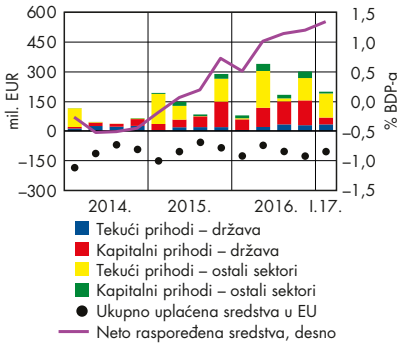
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Transakcije s proračunom EU-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug na kraju prvog tromjesečja iznosio je 43,8 mlrd. eura ili 94,5% BDP-a. Statistika za razdoblje od siječnja do ožujka ukazuje na relativno snažan rast inozemnog duga u odnosu na kraj 2016. (5,1%) što je ponajviše rezultat izdanja euroobveznice u ožujku. Očekujemo kako će već s podacima za travanj, s dospijećem 1,5 mlrd. dolara međunarodne obveznice, doći do ponovnog smanjenja inozemnog duga države. Nadalje, podaci za kraj ožujka potvrđuju razduživanje prema inozemnim vjerovnicima od strane ostalih domaćih sektora (poduzeća). Promatrajući na godišnjoj razini ukupan vanjski dug je za 1,1% niži u odnosu na kraj ožujka 2016. 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 primaknulo kraju, čime bi se i razina njihove inozemne zaduženosti trebala zadržati na trenutačnoj razini. S druge strane 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. Unatoč blagoj reviziji gospodarskog rasta, i u ovoj godini udio bruto inozemnog duga u BDP-u mogao bi nastaviti s padom, što potvrđuje smanjenje vanjske ranjivosti RH. 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%. U prvom ovogodišnjem tromjesečju zadržan je stabilan višak na tekućem i kapitalnom računu bilance plaćanja (3,8% BDP-a). Posljednja dostupna statistika za razdoblje od siječnja do ožujka potvrdila je uobičajeni manjak na tekućem računu bilance plaćanja u prvom tromjesečju. Negativan doprinos došao je očekivano godišnjim pogoršanjem na računu roba, ali i s računa usluga kao izravna posljedica kasnijeg termina Uskrsa i uskrsnih blagdana, koji je ove godine bio u travnju, tako da je i turistička (pred)sezona započela kasnije. Posljedično, snažniji rast prihoda od putovanja (turizma) pozitivno će doprinijeti ukupnom rezultatu na tekućem računu platne bilance za drugo ovogodišnje tromjesečje. S druge strane pozitivan doprinos kretanju deficita na tekućem računu platne bilance došao je s računa primarnog i sekundarnog dohotka. Snažniji rast rezervacija banaka povezanih s događanjima u Agrokoru utjecao je na slabije poslovne rezultate nerezidenata smanjujući tako i rashode na primarnom računu, dok su s druge strane prihodi porasli na osnovi vlasničkih ulaganja rezidenata u inozemstvo. Suficit na računu sekundarnog dohotka porastao je najviše zahvaljujući povećanom korištenju sredstava iz fondova EU-a. Promatrano kumulativno u posljednja četiri tromjesečja, zadržan je suficitarni saldo na tekućem računu platne bilance na razini od 2,7% BDP-a. Na razini cijele 2017. godine očekujemo višak na tekućem računu od 3,7% BDP-a. Ipak, treba napomenuti da navedena projekcija uključuje utjecaj rezervacija banaka (1,3 postotna boda), koje jednokratno povećavaju suficit. Pozitivna kretanja u bilanci plaćanja bit će posljedica poboljšanja na računima usluga (dobra turistička sezona), bolje iskorištenosti EU fondova, nižih troškova (re)financiranja inozemnog duga te nešto povoljnijih kretanja u vanjskotrgovinskoj razmjeni Hrvatske.

Elizabeta Sabolek Resanović

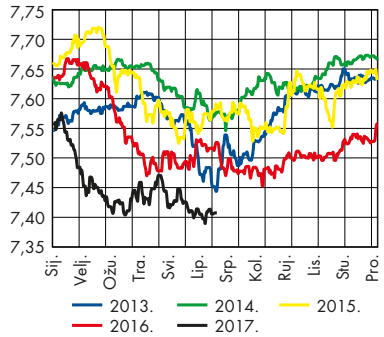
Visoka likvidnost, niske kamatne stope i stabilan tečaj

- **Stabilan tečaj uz laganu tendenciju jačanja**
- **Umjerena inflacija**

Ekspanzivni karakter monetarne politike te daljnji rast kunske i devizne likvidnosti obilježili su i drugo ovogodišnje tromjesečje. Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti u prvoj polovici godine u usporedbi s 2016. se udvostručio uvelike pridonoseći zadržavanju kamatnih stopa na niskim razinama. Potražnja poslovnih banaka na (strukturnim i redovitim) obratnim repo operacijama izostaje, a trenutačne tržišne okolnosti i očekivanja glede likvidnosti upućuju da će se skromna ili nikakva potražnja nastaviti i do kraja godine. U uvjetima umjerenih stopa inflacije i stabilnosti tečaja HNB ne bi trebao mijenjati smjer svoje politike. Štoviše izgledan je nastavak ekspanzivne politike i s prvim mjesecima 2018., čemu svakako pridonosi stabilnost kune u odnosu na euro, koja je nominalno sidro monetarne politike u ostvarivanju temeljnog cilja (stabilnost cijena). Posljedično tržišne kamatne stope ostat će na trenutačnim vrlo niskim razinama s tek minimalnim potencijalnom laganog pada, ali i bez izgleda za rast do kraja godine. Prosječna stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena u prvoj polovici godine iznosila je 1,3%. Povratak inflacije pozitivnim vrijednostima posljedica je ponajprije rasta cijena prehrane, pića, prijevoza i cijena u restoranima i hotelima. Osim većeg PDV-a na ugostiteljske usluge, na dio rasta u posljednjoj kategoriji zasigurno doprinosi i rastuća potražnja u turizmu. S druge strane rastu cijena prijevoza (gotovo u cijelosti) te rastu u kategoriji prehrambenih proizvoda na godišnjoj razini zasigurno pridonose kretanja na svjetskim robnim tržištima, gdje su cijene na godišnjoj razini više. U drugoj polovici godine očekujemo oporavak cijena energije (dijelom i zbog iščezavanja učinka administrativnog smanjenja cijena prirodnog plina od 1. travnja), ali i pad u nekim kategorijama cijena poput telekomunikacijskih usluga. Ukratko inflacija će se do kraja godine prema našim očekivanjima kretati oko 1,5%. Tečaj kune u odnosu na euro tijekom drugog tromjesečja očekivano je lagano klizio prema nižim razinama. Pretjerane oscilacije tečaja EUR/HRK nisu zabilježene, ali je HNB dvaput intervenirala na deviznom tržištu otkupljujući devize. Time je središnja banka još jednom jasno upozorila da ostaje dosljedna u svojoj politici stabilnosti tečaja. Prosječni tečaj EUR/HRK kao i tečaj na kraju razdoblja (H1) dosegnuo je očekivano niže vrijednosti budući da je gospodarstvo nastavilo rasti uz postojani priljev deviza od izvoza roba i usluga (primarno turizma), snažnije investicije, izraženiju potražnju za kunskim kreditima te naposljetku uz smanjenje fiskalnih rizika koji uvelike umanjuju rizični profil države. Isti čimbenici, a osobito odlični rezultati u turizmu, davat će podršku kuni i idućih mjeseci. S druge strane snažniji aprecijacijski pritisci na kunu izostat će zbog dosljedne politike središnje banke glede stabilnosti tečaja, ali i potražnje za devizama koja proizlazi iz razmjerno visokog uvoza koji uobičajeno jača u uvjetima oporavaka domaće potražnje i turizma. Sa završetkom sezone i približavanjem kraja godine kuna bi u odnosu na euro trebala imati tendenciju laganog slabljenja, ali u usporedbi s 2016. kraj godine bismo trebali dočekati na blago nižim razinama. Osim toga moguće izdanje državne obveznice pred dospijeće kunske obveznice u studenome moglo bi umanjiti deprecijacijske pritiske na kunu ako izdanje bude indeksirano uz euro. U slučaju kunskog izdanja ne očekujemo značajniju tržišnu reakciju.

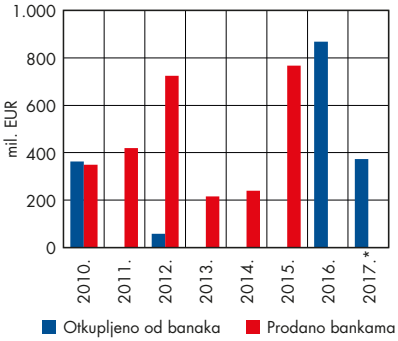
Zrinka Živković Matijević

Srednji tečaj EUR/HRK



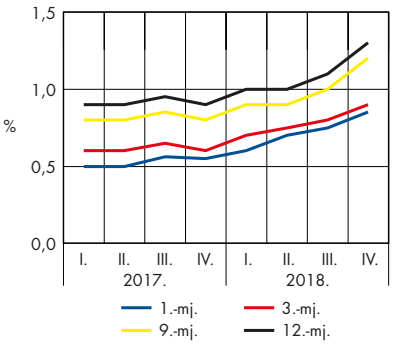
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Operacije na otvorenom tržištu – devizne intervencije HNB-a



** do 5. srpnja 2017. Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja*

ZIBOR, kraj razdoblja



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj HNB-a

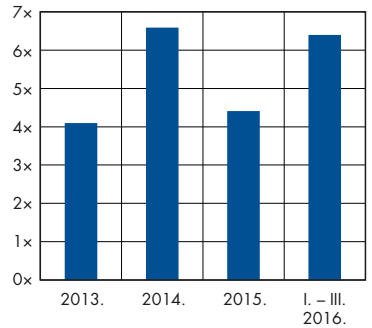
Valuta	Srednji tečaj	Promjena u odnosu na: 31.12.2016.		
	30.6.17.	Tečaj	Kretanje	%
EUR	7,4066	7,5578	↓	–2,00
USD	6,4902	7,1685	↓	–9,46
CHF	8,4147	8,8158	↓	–4,55
GBP	6,7758	7,0357	↓	–3,69

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Agrokor – rast na dug došao na naplatu

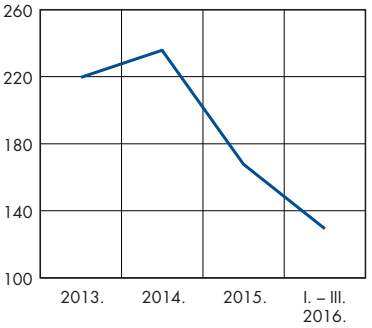
- **Mercator i *non-core* kompanije najizgledniji kandidati za prodaju u kraćem roku**
- **Kriza s Agrokorom bi se uvelike mogla odraziti na rezultate poslovanja izloženih kompanija u 2017.**

Omjer neto duga i EBITDA



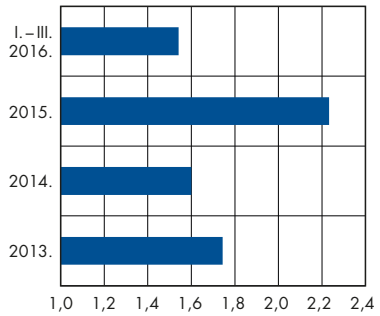
Izvori: Agrokor, Raiffeisen istraživanja

Prosječno razdoblje plaćanja dobavljača



Izvori: Agrokor, Raiffeisen istraživanja

Pokriće troška kamata operativnom dobiti (EBITDA)



Izvori: Agrokor, Raiffeisen istraživanja

Nakon povratka dugo iščekivanih pozitivnih kretanja u gospodarstvu i rasta potrošačkog optimizma, zvuči paradoksalno da je baš u vrijeme poraslih očekivanja došlo do kulminacije krize u Agrokoru. Konačno, Moody's je u veljači snizio izglede kreditnog rejtinga Agrokora sa stabilnih na negativne zbog više razloga: nemogućnosti refinanciranja duga po prihvatljivim uvjetima u vrijeme kada treba stabilizirati poslovanje i zaduženost zbog rastuće konkurencije na tržištu maloprodaje i kada se približava dospijeće PIK obveznice. Nakon toga je rejting dodatno snižavan u više navrata do trenutačnih Ca s negativnim izgledima (Moody's), nakon neisplate kupona po obveznici (izdanje vrijedno 300 mil. eura s dospijećem u svibnju 2019.). Tako je od najveće privatne kompanije Agrokor odjednom postao najveći uteg hrvatskom, a dijelom i regionalnom gospodarstvu. Naime, Agrokor zapošljava ukupno oko 60.000 ljudi, od čega je 49% zaposlenih u Hrvatskoj, a ostalih 51% u zemljama Adria regije, dok je udio zemalja regije u ukupnim prihodima kompanije u 2015. iznosio 53%. Niz godina Agrokor je poslovanje financirao uglavnom eksternim izvorima sredstava uz vrlo visoke kamate, a možda je upravo akvizicija (također prezaduženog) Mercatora bila prevelik zalogaj. U trenutku preuzimanja 2014. ukupni dug Mercatora iznosio je 6,5 mlrd. kuna te je konsolidirani financijski dug Agrokora na kraju 2014. porastao na 23,7 mlrd. kuna, a omjer neto duga i EBITDA na 6,6× (4,1× na kraju 2013.). Prema trenutačno dostupnim podacima ukupni dug Agrokora na kraju trećeg tromjesečja 2016. iznosio je 25,6 mlrd. kuna, a zbog sumnji u vjerodostojnost izvješća pravu sliku dobit ćemo tek krajem kolovoza, kada bi novoizabrana revizorska kuća trebala objaviti revidirana izvješća za 2016.

Vrlo rizičan model rasta praćen je padom tržišnog udjela maloprodajnog segmenta koncerna zbog rastuće konkurencije, u prvom redu jačanja pozicije Lidla, koji je u 2015. u Hrvatskoj dosegnuo tržišni udio od 10–20% (prema podacima AZTN, studeni 2016.). Osim navedenog, smatramo da je ključni problem kompanije bilo slabo upravljanje na krovnoj razini praćeno niskom transparentnošću. Dugi rokovi plaćanja dobavljača Agrokora (oko 130 dana u prosjeku u prvih devet mjeseci 2016., dok je zakonski rok 60 dana) bili su jedan od generatora nelikvidnosti u gospodarstvu već neko vrijeme, a stvar je dodatno zakomplicirala činjenica da je Agrokor izdavao dobavljačima regresne mjenice. Specifičnost regresnih mjenica je u tome što faktoring društvo koje je otkupilo potraživanje od dobavljača o dospijeću mjenice u slučaju nemogućnosti naplate od dužnika (u ovom slučaju Agrokora) može zahtijevati naplatu od samog dobavljača. Upravo do te situacije došlo je u prvom tromjesečju ove godine, što je dodatno otežalo poziciju dobavljača. Neki dobavljači su već u prvom tromjesečju 2017. objavili podatke o izloženosti Agrokoru, a neki su već napravili i rezervacije uključujući i potencijalne obveze vezane za regresne mjenice. Neki od najvećih dobavljača su velike kompanije koje prema našem mišljenju mogu podnijeti i značajnije otpise potraživanja, dok je kod nekih udio Agrokora u prihodima od prodaje dosezao i 50% te smatramo da bi otpisi od 50% ili više u njihovu slučaju mogli predstavljati značajan problem. Ukupno gledano, kriza s Agrokorom bi se uvelike mogla odraziti na rezultate poslovanja izloženih kompanija u 2017., što je uglavnom bilo vidljivo već i u prvom tro-

mjesečju zbog privremene obustave opskrbe Agrokorove maloprodajne mreže. Ipak, očekujemo da bi dio dobavljača mogao ojačati poziciju u drugim lancima i na taj način kompenzirati pad prihoda od Agrokora.

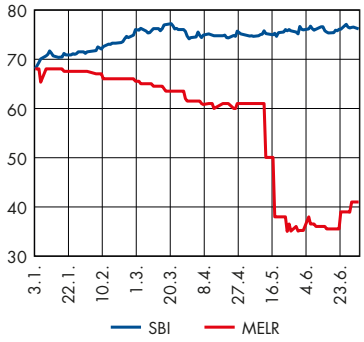
U početku se špekuliralo s otpisima potraživanja vjerovnika u iznosu od oko 50%, međutim sada se već spominje vjerojatnost naplate potraživanja od 30% ili manje. Pritom činjenica da svaki novi kredit odobren u razdoblju izvanredne uprave ima prednost u naplati dodatno slabi poziciju "starih" dugova. Iako noviji podaci o tržišnim udjelima trgovaca u maloprodaji nisu dostupni, izgledno je da je pozicija Konzuma u posljednje vrijeme dodatno oslabljena. Prema podacima AZTN-a za 2015. tržišni udio Konzuma iznosio je 20–30% te je vjerojatno da je sadašnji udio bliži 20%. Istodobno raste udio Lidla, koji bi prema našim procjenama sada mogao biti bliži 20%, a dodatnu prijetnju predstavlja ulazak te kompanije na tržište Srbije s početkom 2018. Sve to prema našem mišljenju dovodi u pitanje sinergijske učinke i smisao postojanja koncerna u trenutačnom opsegu, s obzirom na to da je maloprodajni segment glavni izvor svježeg novca za koncern, ali i glavni distributer proizvodnih kompanija u sastavu grupe. Stoga smatramo da je vjerojatnija strategija prodaje dijela kompanija s ciljem racionalizacije poslovanja te smanjenja zaduženosti koncerna.

Kad govorimo o prodaji pojedinih članica koncerna, one koje su tradicionalno spominjane kao najatraktivnije potencijalne mete, Ledo i Jamnica, opterećene su zajedničkim solidarnim jamstvima za kredite Agrokora u ukupnom iznosu većem od 20 mlrd. kuna. Prema tome, u slučaju nemogućnosti naplate od Agrokora, kreditori imaju pravo tražiti naplatu od tih kompanija. Kako iznos jamstava vjerojatno premašuje tržišnu kapitalizaciju tih kompanija, njihovu će budućnost odrediti nagodba s vjerovnicima koja bi trebala biti postignuta sredinom 2018., kada završava proces izvanredne uprave. Kako Mercator jedini među većim članicama koncerna nije opterećen jamstvima, smatramo da je ta kompanija najizgledniji kandidat za prodaju u kraćem roku. Tržišna kapitalizacija Agrokorova udjela u Mercatoru na dan 3. srpnja 2017. iznosila je 173,7 mil. eura, odnosno 5% ukupnog Agrokorova financijskog duga. Iz kompanije su zasad najavili samo namjeru prodaje *non-core* kompanija, odnosno kompanija koje ne pripadaju nijednoj od strateških poslovnih cjelina koncerna (maloprodaja, prehrambena proizvodnja i poljoprivreda).

Kompanije u sastavu Agrokora čije su dionice uvrštene na Zagrebačku burzu od kraja veljače do 27. travnja izgubile su oko 65% tržišne kapitalizacije, nakon čega je trgovanje privremeno obustavljeno do objave revidiranih financijskih izvješća za 2016. U istom razdoblju indeks dionica kompanija iz sektora hrane i pića, CROBEXnutris, u čijem sastavu se nalaze i dionice dobavljača Agrokora, oslabio je 43%, dok je CROBEX na vrijednosti izgubio 16%. Iako dionice Leda i Jamnice prije 2017. nisu bile u samom vrhu prema likvidnosti, nakon kulminacije problema u Agrokoru našle su se u fokusu investitora uz prosječni dnevni promet od 2,1 odnosno 3,2 mil. kuna u prvom tromjesečju 2017. Privremenom obustavom trgovanja tim dionicama dionički prometi na Zagrebačkoj burzi su prepolovljeni. S obzirom na smanjenje očekivane dobiti kompanija i gubitke institucionalnih investitora, očekujemo nastavak niskih prometa na Zagrebačkoj burzi te mogući rast averzije prema riziku, također zbog situacije s Agrokorom odnosno njezinih implikacija na širi segment gospodarstva.

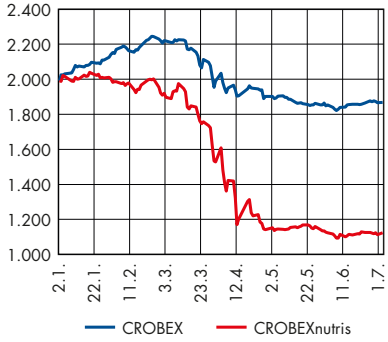
Ana Turudić

Mercator (od početka 2017.)



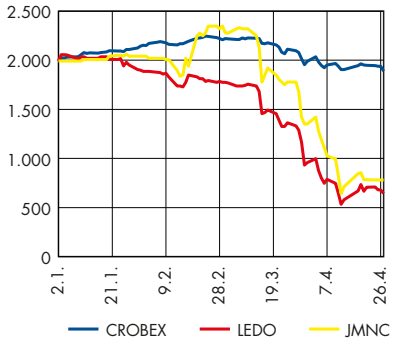
Izvori: Ljubljanska burza, Raiffeisen istraživanja

Kretanje indeksa CROBEX i CROBEXnutris



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Ledo i Jamnnica

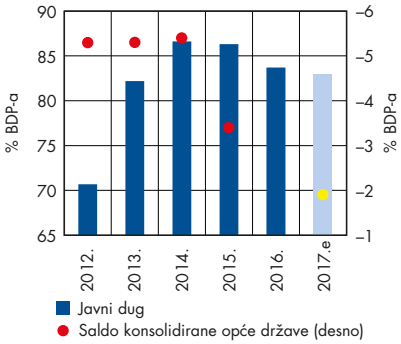


Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Osnove postavljene, reforme u javnom sektoru imperativ

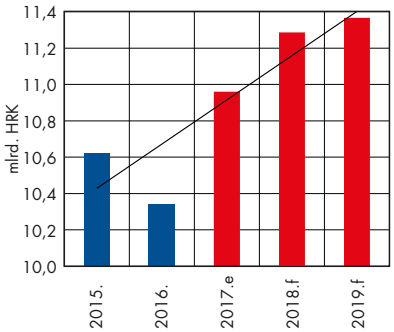
- **Hrvatska izašla iz EDP-a**
- **Visoka likvidnost podržava niske prinose**

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



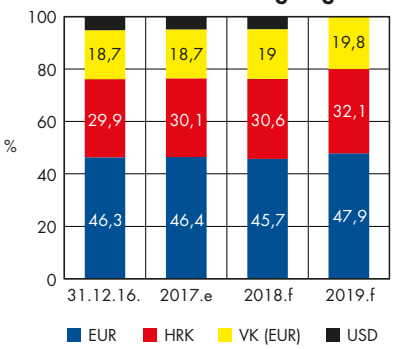
Izvori: Eurostat, DZS, Raiffeisen istraživanja

Rashodi za kamate



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Valutna struktura državnog duga



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Nakon travanjske notifikacije o EDP-u, potvrda Vijeća EU-a na prijedlog Europske komisije o izlasku Hrvatske iz procedure pri prekomjernom deficitu (eng. EDP) krajem svibnja stigla je prilično očekivano. Međutim, iako je u prošloj godini značajno smanjen proračunski manjak uz nominalno i relativno smanjenje javnog duga, što implicira značajna poboljšanja u javnim financijama, EK je u svojim posljednjim prognozama upozorila kako u ovoj godini očekuje pogoršanje strukturne bilance, koje bi se moglo nastaviti i u 2018. Tako je, upućujući na ranjivost javnih financija, još jedanput ponovljena poznata priča o nužnosti nastavka reformi u javnom sektoru (na području obrazovanja, administracije, zdravstvenog sustava itd.). Izlaskom RH iz procedure pri prekomjernom deficitu, ona je obvezna pridržavati se pravila iz preventivnog dijela Pakta o stabilnosti i rastu. To znači da do 2020. godine Hrvatska treba imati uravnotežen proračun odnosno ostvariti višak od 0,5% BDP-a.

Ministarstvo financija objavilo je fiskalnu statistiku konsolidirane opće države za prvo ovogodišnje tromjesečje. Iako preliminarni podaci upućuju na blago pogoršanje na godišnjoj razini, oni nisu zabrinjavajući s obzirom na činjenicu kako je u prvom tromjesečju 2016. smanjena državna potrošnja bila uvjetovana privremenim financiranjem, a zatim i razdobljem u kojem je tehnička Vlada imala zakonska ograničenja u pogledu visine i strukture proračunske potrošnje. Naime prema podacima za razdoblje od siječnja do ožujka (prema nacionalnoj metodologiji, utemeljenoj na tzv. novčanom principu) deficit konsolidirane opće države blago se produbio na 2,7% (u odnosu na 2,0% u istom razdoblju lani). Snažniji rast prihoda za 2,4% na godišnjoj razini najvećim je dijelom rezultat rasta prihoda od poreza na dodanu vrijednost, koji u strukturi ukupnih prihoda sudjeluje s gotovo 28%. Nadalje, povećali su se i prihodi od poreza na dobit za 5,4% na godišnjoj razini, što je rezultat boljih poslovnih rezultata prethodne godine. Snažniji rast prihoda konsolidirane opće države ublažen je padom prihoda od poreza na dohodak (za 6,8%), kao posljedica porezne reforme čije su se mjere počele primjenjivati od 1. siječnja ove godine. Na rashodnoj strani proračuna u promatranom razdoblju zabilježen je godišnji rast za 3,9%. Doprinos rastu fiskalnog deficita došao je od povećanja rashoda za naknade zaposlenima (s udjelom u ukupnim rashodima od 25,5%) dok je značajni rast zabilježen u kategoriji subvencija (sa 789,2 tisuće u prvom tromjesečju 2016. na 2,1 mlrd. kuna u prva tri mjeseca 2017.). Takva kretanja posljedica su dogovorenog povećanja plaća u javnim službama dok je rast subvencija uzrokovan različitom godišnjom dinamikom isplata (u odnosu na prethodne godine). Pozitivan doprinos na rashodovnoj strani došao je od nižih rashoda za kamate koji su iznosili 3,4 mlrd. kuna. Uz njihovo smanjenje na godišnjoj razini za 5,7%, posljedično je došlo i do poboljšanja primarnog salda, koji nastavlja bilježiti suficit. Tako je primarni višak u prvom tromjesečju 2017. iznosio 1,2 mlrd. kuna, čineći 1,5% BDP-a.

Nastavak pozitivnih ekonomskih pokazatelja sugerira da bi prihodi trebali biti barem dosljedni planiranim brojkama. Pritom bi ključan naglasak Vlade trebao biti na strogoj kontroli proračunske potrošnje te na iskorištavanju svakog viška

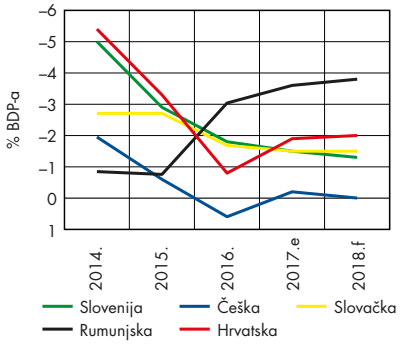
prihoda u odnosu na planirane za daljnje smanjenje proračunskog manjka, što će pridonositi jačanju stabilnosti javnih financija, koja je ujedno temelj cjelokupne ekonomske stabilnosti. Što se tiče fiskalnih očekivanja za ovu godinu, ostajemo pri opreznom stavu te očekujemo produbljenje fiskalnog deficita uglavnom zbog povećanja rashodne strane. Ipak, deficit bi trebao ostati na razini ispod 2% BDP-a, s viškom u primarnoj bilanci treću godinu zaredom.

Bez obzira na zabilježena relativno povoljna kretanja javnog duga (koji je rezultirao smanjenjem vanjske ranjivosti te poboljšanjem ročne, kamatne i valutne strukture) visoki troškovi servisiranja tijekom nadolazećeg razdoblja i dalje će izvršavati pritisak na hrvatske javne financije. U takvim uvjetima suženi fiskalni prostor za produktivna ulaganja ovisit će o poboljšanju učinkovitosti javne uprave temeljne na strukturnim reformama. Dodatno, javni dug na razini od oko 85% BDP-a i dalje ostaje najznačajnija prepreka za početak pregovaračkog procesa ulaska Hrvatske u Europsku monetarnu uniju. Kako bi mogla započeti pregovore o ulasku u EMU, Hrvatska treba smanjiti javni dug za 1/20 razlike iznad 60% BDP-a godišnje. Ako politička situacija to dopusti, očekujemo da će prijedlog proračuna za 2018. pokazati daljnje smanjenje javnog duga. Stoga unatoč privremenom rastu javnog duga u prvom tromjesečju, koji je izravna posljedica zaduživanja države na domaćem i inozemnom tržištu kapitala (lokalno izdanje u veljači te izdanje euroobveznice u ožujku), ove godine možemo očekivati daljnji pad javnog duga u BDP-u.

U uvjetima iznimne likvidnosti i značajno poboljšanih gospodarskih i fiskalnih pokazatelja Vlada je iskoristila povoljno tržišno okruženje i početkom srpnja na primarnom tržištu odlučila investitorima ponuditi novo izdanje obveznica denominiranih u kunama te indeksiranih na kretanje tečaja kune prema euru. Uz izniman interes investitora 3 mlrd. kuna novih indeksnih obveznica izdano je uz prinos do dospijeća od 3,30% (kupon 3,25%). S petnaestogodišnjim dospijećem novog izdanja VK krivulja prinosa tako je produžena do 2032. godine. Još jedno državno izdanje do kraja godine na lokalnom tržištu ne bi trebalo značajnije utjecati na rast javnog duga s obzirom na to da u studenome dospijeva 4 mlrd. kuna obveznica izdanih 2010. godine. Očekujemo da će Vlada u posljednjem ovogodišnjem tromjesečju izaći na primarno tržište kapitala izdanjem dugoročnih obveznica u ukupnom iznosu od oko 5,5 mlrd. kuna. Time će zaokružiti ovogodišnje potrebe za (re)financiranjem. Kao što smo već naviknuli, domaći mirovinski fondovi i osiguravajuća društva na primarnom će tržištu kupiti većinu izdanja, čime će zadovoljiti svoje apetite za novim izdanjem čak i uz relativno visoki prinos. Naime, unatoč padu državne premije rizika, ona je još uvijek iznad usporedivih zemalja, što jasno odražava poziciju Hrvatske dvije razine ispod investicijske.

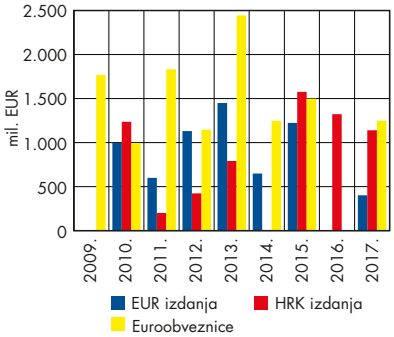
Nakon što je sam kraj prvog ovogodišnjeg tromjesečja uvelike obilježio razvoj situacije oko najveće hrvatske privatne kompanije, na koji su uz rast neizvjesnosti domaće državne obveznice reagirale pojačanom volatilnosti i rastom prinosa u uvjetima izdašne likvidnosti na tržištu, već sredinom travnja bio je vidljiv postupni oporavak cijena domaćih izdanja. Mirno razdoblje uz nešto izraženiji interes investitora za dulji kraj kunske krivulje prinosa obilježilo je nastavak tromjesečja. U nastavku godine visoki viškovi likvidnosti u sustavu i dalje će podržavati trenutačne razine prinosa. Prema kraju godine ne isključujemo mogućnost blagog rasta prinosa, koji će uvelike ovisiti o novom lokalnom izdanju. Institucionalni

Saldo konsolidirane opće države



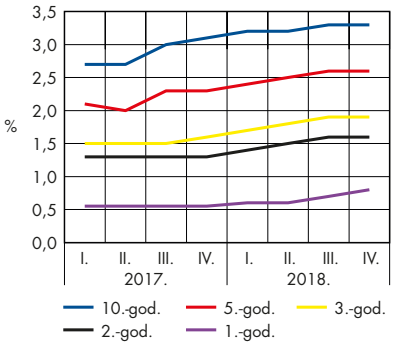
Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Izdanja državnih obveznica



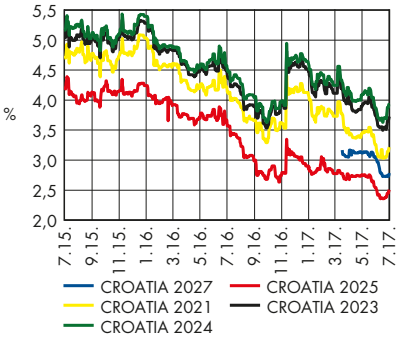
U statistiku su uključeni TZ s dospijećem dužim od 1 god.
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na obveznice, kraj razdoblja



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na euroobveznice*



**bid prinos do dospijeća*
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

investitori, pri čemu prije svega mislimo na mirovinske fondove, i dalje će biti glavni kreatori potražnje/kretanja na duljem kraju domaće krivulje prinosa.

Na tržištu kratkoročnih dužničkih izdanja prinosi su se nastavili kretati na rekordno niskim razinama. Prinos na jednogodišnji kunski trezorski zapis zadržava se na razini 0,45%. Takva kretanja preusmjerila su dio tržišnih sudionika prema kunskim papirima kraćeg dospijeća, koji u usporedbi s prinosima 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 dospijeću planira obnoviti zanavljanjem.

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

Što se pak tiče hrvatskih euroobveznica i njihovih kretanja na sekundarnom tržištu drugo 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 banaka 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 odrazili na kreditnu ocjenu države, a posljedično i na premiju rizika iskazanu u spreadu u odnosu na referentna međunarodna izdanja. Prema kalendaru rejting agencije Moody's i Fitch sredinom srpnja na rasporedu imaju Hrvatsku. Očekujemo zadržavanje kreditne ocjene i izgleda na trenutačnim razinama.

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 (%)
					4.7.17.	4.7.17.	4.7.17.	31.12.16.	30.6.16.	31.12.15.
RHMF-O-19BA	EUR*	1.000	29.11.19.	5,375	0,70	175	127	1,05	1,63	2,44
RHMF-O-203E	EUR*	1.000	5.3.20.	6,500	0,91	176	127	1,18	1,63	2,49
RHMF-O-227E	EUR*	1.000	22.7.22.	6,500	1,73	211	165	2,41	3,22	3,49
RHMF-O-247E	EUR*	1.400	10.7.24.	5,750	2,47	258	127	2,73	3,37	3,81
RHMF-O-17BA	HRK	4.000	25.11.17.	6,250	0,10	–	–	0,86	1,19	1,97
RHMF-O-187A	HRK	6.000	10.7.18.	5,250	0,18	–	–	1,01	1,64	2,23
RHMF-O-203A	HRK	5.000	5.3.20.	6,750	1,05	–	–	1,57	2,13	2,73
RHMF-O-217A	HRK	6.000	8.7.21.	2,750	1,72	–	–	2,00	–	–
RHMF-O-222-A	HRK	3.000	7.2.22.	2,250	1,94	–	–	–	–	–
RHMF-O-257A	HRK	6.000	9.7.25.	4,500	2,56	–	–	2,91	3,53	3,87
RHMF-O-26CA	HRK	10.000	14.12.26.	4,250	2,73	–	–	2,91	3,74	3,99
RHMF-O-282-A	HRK	5.500	7.2.28.	2,875	2,96	–	–	–	–	–

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

Privremeni otklon od pozitivnih trendova

- **Negativan utjecaj krize u Agrokoru na rezultate poslovanja banaka u 1. tromjesečju**
- **Blagi porast omjera neprihodujućih kredita nakon šest tromjesečja pada**
- **Promjena u strukturi potražnje za kreditima povećava neusklađenosti u bilancama banaka**

Dužnička kriza najvećeg privatnog poduzeća u Hrvatskoj (Agrokora) zaustavila je tijekom prvog polugodišta pozitivna kretanja u financijskom sektoru. Na osnovi posebnog Zakona o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku povjerenik Vlade preuzeo je 10. travnja upravljanje Agrokorom – najvećim privatnim poduzećem kojem je zbog nesolventnosti prijetio stečaj. Obustavom svih postupaka naplate potraživanja od poduzeća iz sustava Agrokor na rok od 15 mjeseci taj sistemski značajan dužnik dobio je mogućnost za konsolidaciju poslovanja. Na strani vjerovnika zbog povećane neizvjesnosti naplate formirane su rezervacije za gubitke. Posljedično je smanjena dobit bankarskog sektora za prvo tromjesečje, koja je u odnosu na isto razdoblje lani snižena za dvije trećine. Do kraja godine ne očekujemo značajno povećanje rezervacija za gubitke na potraživanjima banaka od Agrokora. No ostvareni gubici na početku godine negativno će utjecati na projiciranu stopu profitabilnosti bankarskog sustava za 2017.

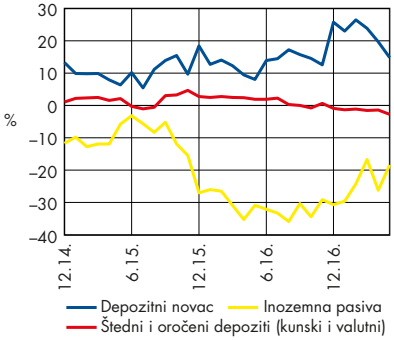
Problemi u sustavu Agrokor negativno su se odrazili na kretanja neprihodujućih kredita. Nakon što se u prethodnih šest uzastopnih tromjesečja omjer neprihodujućih kredita u ukupnima smanjio za 3,5 postotna boda, u prvom tromjesečju ove godine omjer za ukupne kredite blago se povećao na 13,9%. U segmentu poduzeća isti omjer dosegnuo je visokih 28,5%. U nastavku godine pozitivan utjecaj na omjer neprihodujućih kredita trebao bi dolaziti s osnova prodaje nenaplativih i djelomično naplativih plasmana, a negativan s osnova pogoršanja procjene naplativosti potraživanja od Agrokora i od komercijalno povezanih poduzeća.

Promjene preferencija kod korisnika kredita rezultiraju povećanjem neravnoteža u strukturi bilance banaka. Novi krediti odobravaju se pretežno u kunama, a na strani izvora financiranja prevladavaju devizni depoziti (u eurima). Pod utjecajem padajuće atraktivnosti prinosa na oročene depozite klijenti sve češće izbjegavaju ugovaranje oročenja. Za razliku od oročenih depozita koji su dominantno u eurima, štednja po viđenju pretežno je u kunama. Stoga povećanjem udjela depozita po viđenju raste i udjel kunskih depozita u ukupnima te pridonosi ublažavanju valutne neusklađenosti bilance banaka. No istodobno se pogoršava ročna struktura bilance, gdje se iz depozita po viđenju financiraju dugoročni krediti.

Naposljetku, uvjetima sniženih tržišnih kamatnih stopa prilagođava se i ponuda kredita. Zbog netipičnih tržišnih cijena kapitala, visina promjenjivih kamatnih stopa na kredite u ponudi banaka ne odstupa od visine fiksnih kamatnih stopa za srednji rok. Zbog toga je potrošačima atraktivno ugovaranje dugoročnih kredita s fiksiranom kamatnom stopom u srednjem roku te s primjenom promjenjive kamatne stope nakon isteka razdoblja fiksiranja. Time se značajno povećava inducirani kreditni rizik u slučaju rasta tržišnih kamatnih stopa. Regulator poslovanja banaka zabrinut je tim kretanjima te je najavio mogućnost uvođenja posebnih mjera za smanjivanje rizičnosti portfelja banaka.

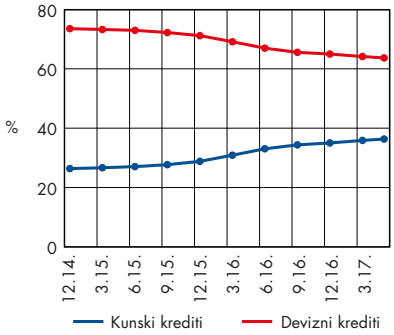
Anton Starčević

Godišnja stopa rasta inozemne pasive i depozita kreditnih institucija



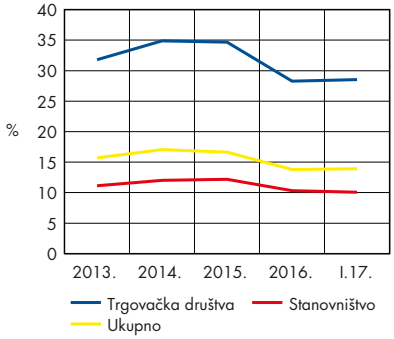
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Valutna struktura kredita



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

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

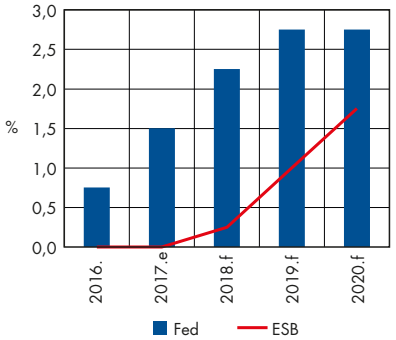


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Nastavak divergencije monetarnih politika

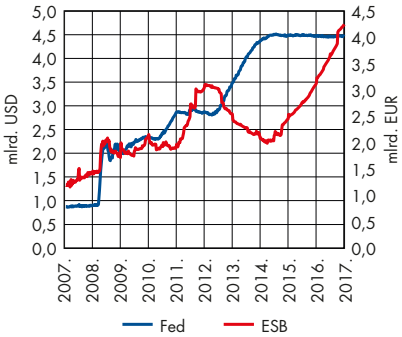
- **Fed nastavio s podizanjem kamatnih stopa, na vidiku i smanjenje bilance**
- **Eurozona još uvijek iščekuje inflaciju**

Referentne kamatne stope, kr



Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Bilance središnjih banaka



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

SAD – gospodarska kretanja i prognoze

	2015.	2016.	2017.f	2018.f
Realni BDP (% god.)	2,6	1,6	2,4	2,2
CPI inflacija (% god.)	0,1	1,2	2,2	2,5
CPI temeljna inflacija (% god.)	1,8	2,2	2,0	2,4
Stopa nezaposlenosti	5,3	4,8	4,4	4,0
Rast zaposlenosti (% god.)	2,0	1,7	1,5	1,2
Tekući račun platne bilance[1]	–2,6	–2,6	–3,5	–3,5
Tečaj EUR/USD, pr.	1,11	1,11	1,08	1,11

1 u postotku BDP-a
Izvori: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Fed je na sastanku sredinom lipnja podigao ciljani raspon ključnih kamatnih stopa za 25 baznih bodova te se raspon sada nalazi između 1,00 i 1,25%. Na istom je sastanku ponovno najavio da će doći do još jednog podizanja referentnog kamatnjaka do kraja ove godine te da su za 2018. planirana ukupno tri nova podizanja kamatnih stopa, svaki put u iznosu od 25 baznih bodova. Od početka financijske krize aktiva Feda uvećala se otprilike pet puta, stoga će uz podizanje kamatnih stopa početi provoditi i program smanjivanja svoje aktive. Još je u listopadu 2014. godine prestao sa širenjem svoje bilance putem nekonvencionalne mjere monetarne politike – kvantitativnog popuštanja (QE). Ukratko, kvantitativno popuštanje znači kupovinu vrijednosnih papira na tržištu (pretežno američkih državnih obveznica i obveznica osiguranih hipotekom) s ciljem puštanja novog novca u sustav da bi se potaknulo gospodarstvo. Nakon što je Fed prestao s kupovinom novih obveznica, veličina njegove bilance održavana je na istoj razini sve do danas.

Jedan od najvećih izazova za Fed u idućem razdoblju bit će kako podići kamatne stope i uz to smanjiti svoju bilancu bez kreiranja većih turbulencija na financijskim tržištima. Što se tiče budućih projekcija, naše je mišljenje da je njegova politika u velikoj mjeri transparentna i da je razumno pouzdati se i ponašati u skladu sa svime što je najavio. U njegovu je interesu da se očekivanja javnosti podudaraju s njegovim ciljevima jer to uvelike olakšava provođenje monetarne politike, stoga je za ocjenu budućih kretanja monetarne politike u SAD-u najbolji orijentir upravo ono što je jasno i eksplicitno priopćio Fed, a isto pravilo vrijedi i za ESB.

Monetarna politika u eurozoni u drugom je tromjesečju bilježila manje promjena. Na forumu ESB-a potkraj lipnja Mario Draghi naglasio je da su za normalizaciju monetarne politike, odnosno postupno reduciranje programa monetarnog popuštanja, ključni produktivnost i investicije jer o njima ovisi održivost stopa rasta BDP-a. Investicije koje bi dovele do povećanja produktivnosti pomogle bi u stvaranju trajnog i održivog rasta, a gospodarstva eurozone više ne bi toliko ovisila o velikom novčanom stimulansu koji ESB trenutačno pruža. Što se tiče srednjoročnih izazova, Draghi je izrazio zabrinutost zbog trenda usporavanja stopa rasta produktivnosti te nižih razina investicija, koje onda posljedično djeluju na smanjenje već ionako niskog rasta produktivnosti.

ESB je trenutačno suočen s neobičnom situacijom. Naime, eurozona se bez sumnje oporavila od krize te stope rasta i zaposlenost to potvrđuju, ali inflacija nije pratila taj rast te se zadržala na neuobičajeno niskim razinama. Sukladno tomu, smanjenje volumena otkupa obveznica i povećanje kamatnih stopa nastupit će kad inflacija bude na zadovoljavajućoj razini, imajući na umu glavni cilj ESB-a "ispod, ali blizu 2% u srednjoročnom razdoblju". Draghi je dosad u više navrata spomenuo da će do promjena u monetarnoj politici ESB-a doći sporim tempom i kontrolirano, i to isključivo na temelju kretanja u gospodarstvu, ponajprije kretanja stope inflacije u eurozoni. Početak stezanja monetarne politike najavljen je za prvu polovicu 2018. kroz smanjenje otkupa vrijednosnica. Prvo podizanje referentne kamatne stope moguće je očekivati tek u posljednjem tromjesečju 2018.

Viktor Viljevac

Fokus na smanjivanju zaliha*

- **OPEC odlučio produžiti razdoblje smanjene proizvodnje za dodatnih devet mjeseci, do kraja ožujka 2018.**
- **Tržište nafte bi u drugoj polovici 2017. trebalo osjetiti posljedice smanjene ponude**
- **Predviđamo rast cijena nafte prema 60 dolara za barel nafte tipa Brent u trećem tromjesečju**

Krajem svibnja članice OPEC-a sastale su se u Beču da bi odlučile o daljnjoj strategiji vezano uz smanjenje proizvodnih kvota nafte koje je dogovoreno krajem 2016. Rezultat tog sastanka bio je očekivan. Kako je prethodno i najavljeno, članice OPEC-a i jedanaest zemalja koje nisu članice uspjele su se dogovoriti o produljenju razdoblja smanjenja proizvodnih kvota za dodatnih devet mjeseci, do kraja ožujka 2018. Glavni je cilj tog dogovora smanjiti postojeće, prevelike zalihe nafte na prosječnu razinu u posljednjih nekoliko godina.

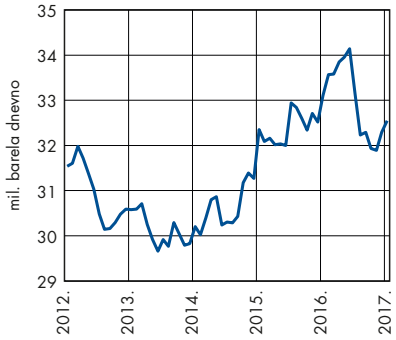
Od objave tog produljenja cijena nafte zabilježila je mali pad. U jednu ruku, tržišni sudionici nadali su se odluci o još većem smanjenju proizvodnje u odnosu na postojeće, dok u drugu ruku proizvodnja nafte iz škriljevca u SAD-u raste brže od onoga što je većina predviđala. Smatramo da je produljenje trajanja dogovora logična mjera iz perspektive zemalja proizvođača nafte. Pod pretpostavkom da se u drugoj polovici 2017. ispoštuje 90% dogovorenog smanjenja, prevelika ponuda nafte na globalnoj razini trebala bi biti reducirana za otprilike 1 milijun ponuđenih barela dnevno u tom razdoblju. I dok je realizacija cjelokupnog ciljanog smanjenja zaliha teško ostvariva do kraja ove godine, zemlje koje sudjeluju u dogovoru trebale bi uspjeti u uklanjanju većeg dijela postojećeg viška ponude. Glavne su prepreke takvom razvoju događaja neizvjesnost vezana uz budući rast proizvodnje nafte iz škriljevca u SAD-u, pridržavanje postignutog dogovora te nestalan razvoj proizvodnje nafte u Libiji i Nigeriji, jedine dvije zemlje pošteđene odredaba sporazuma.

Uzevši u obzir produljenje trajanja dogovora i očekivano smanjenje globalnih zaliha nafte, i dalje očekujemo porast cijena nafte tijekom ostatka godine. Iz današnje perspektive, očekujemo da će se cijena nafte kretati u rasponu od 54 do 62 dolara po barelu nafte tipa Brent tijekom većeg dijela druge polovice 2017. Nadalje, novo trajanje dogovora do kraja ožujka 2018. osigurat će da ne dođe do porasta zaliha odmah u prvom tromjesečju, u kojem je potražnja tradicionalno slabija zbog sezonskih čimbenika.

Trenutačno ne očekujemo produljenje OPEC-ova ugovora nakon ožujka 2018. U 2018., predviđamo razdoblje nižih cijena nafte u prva dva tromjesečja. Naime, u prvom očekujemo slabije pridržavanje kako se kraj dogovora bude približavao. U drugom tromjesečju 2018. očekujemo umjeren višak ponude – s jedne strane, potražnja za naftom će vjerojatno biti oko 500.000 barela viša na dnevnoj razini u odnosu na prvo tromjesečje, ali s druge pak strane proizvodnja OPEC-a bit će viša, kao što će i proizvodnja iz škriljevca u SAD-u vrlo vjerojatno bilježiti kontinuirani rast. U prvoj polovici 2018. očekujemo da će se cijena nafte kretati oko 55 dolara po barelu nafte tipa Brent, a u drugoj polovici očekujemo okretanje trendova i lagani višak potražnje nad ponudom. Smatramo da je za drugu polovicu 2018. porast cijene nafte na 60 dolara po barelu realistična prognoza.

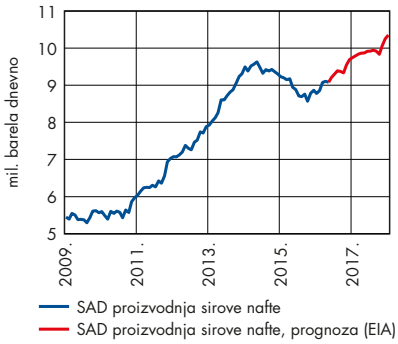
Hannes Loacker, RBI Vienna

OPEC proizvodnja sirove nafte



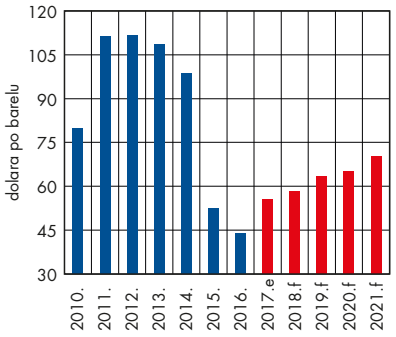
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Proizvodnja nafte u SAD-u



Izvori: Administracija za energetske informacije, RBI/ Raiffeisen istraživanja

Prognoza cijena nafte – Brent*



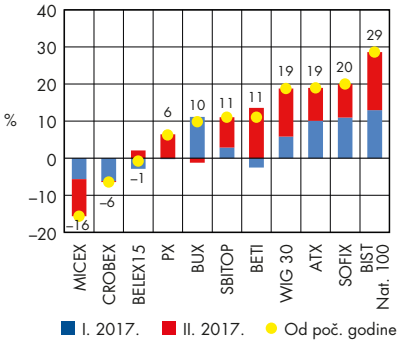
**godišnji prosjek*
Izvori: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

*iz publikacije Financial Markets Global Strategy 3rd quarter 2017, http://www.rbinternational.com/eBusiness/services/resources/media/829189266947841370-829189181316930732-1253070885932646742-1-2-EN.pdf

Rezervacije bi mogle smanjiti dobit i dividende u 2017.

- **Većina dioničkih indeksa regije SIE od početka godine ostvarila dvoznamenkasti rast vrijednosti**
- **Na Zagrebačkoj burzi zbog restrukturiranja Agrokora pad indeksa i prometa**
- **Rezervacije za potraživanja od Agrokora mogle bi negativno utjecati na dobit i dividende izloženih kompanija**

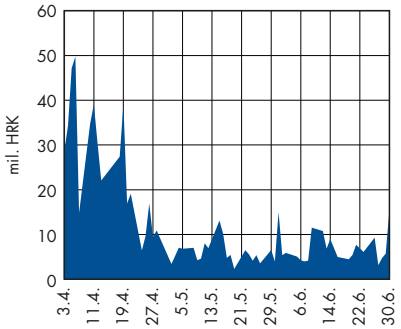
Regionalni indeksi – prinosi*



** u lokalnoj valuti na datum 30.6.2017. (18:30 sati)*
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

U proteklom tromjesečju indeksi u regiji SIE uglavnom su rasli više od vodećih europskih i američkih dioničkih indeksa, a rastom je predvodio turski indeks BIST Nat. 100. Profitabilnost kompanija poboljšava se globalno, a rast ekonomskih indikatora mogao bi potaknuti i rasprave o početku zaokreta politike europskih monetarnih vlasti[1]. Što se tiče političke scene, ne očekujemo značajan utjecaj na tržišta kapitala u regiji budući da uzbudljivi događaji iz proteklog razdoblja nisu značajno utjecali na kretanje tržišta, a na izborima u Njemačkoj i Austriji ne očekuju se bitne promjene. Ipak, unatoč većinom poticajnim čimbenicima očekuje se oprezno trgovanje u ljetnim mjesecima, kad indeksi u regiji tradicionalno ostvaruju slabe povrate.

Promet dionicama

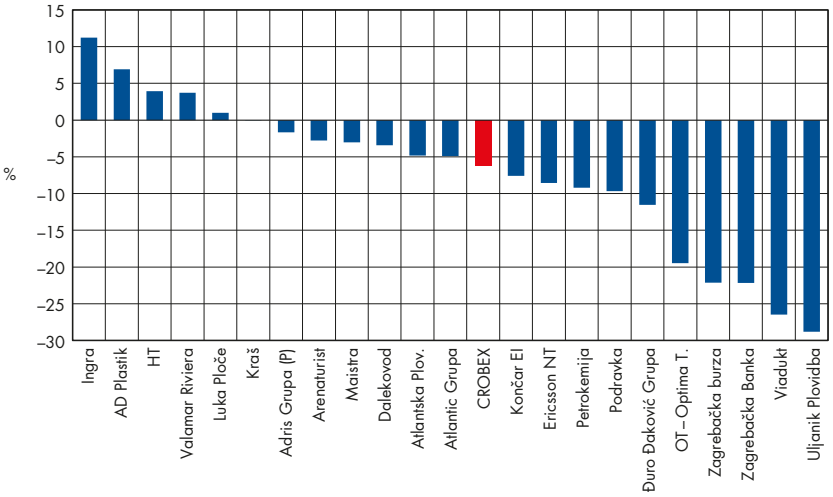


Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Slični utjecaji na tržište kapitala u drugom tromjesečju zabilježeni su i u Hrvatskoj: rast profitabilnosti kompanija, solidni ekonomski pokazatelji i uzbudljiva politička situacija. Međutim, problem Agrokora, osim što je utjecao na kretanje cijena dionica prehrambenih kompanija i šire, doveo je do potonuća redovnih prometa nakon obustave trgovanja dionicama Leda i Jamnice. Tako je CROBEX u drugom tromjesečju pao za 6,2%, a redovni promet iznosio je u prosjeku svega 6,6 mil. kuna dnevno nakon obustave trgovanja dionicama Leda i Jamnice. Najveći pad među sastavnicama CROBEX-a imale su dionice Viadukta, koji je pokrenuo postupak predstečajne nagodbe.

Potaknuti daljnjim smanjivanjem prometa dionicama na Zagrebačkoj burzi napravili smo kratki usporedni prikaz s trgovanjem na mađarskoj burzi, koja je Zagrebačkoj slična po tržišnoj kapitalizaciji dionica, također su proveli mirovinsku reformu, a iznosi prometa su višestruko veći. Oko 90% prometa odvija se trima dionicama: OTP, MOL i Gedeon Richter, a one imaju udio od 86% u tržišnoj kapitalizaciji dionica na Budimpeštanskoj burzi. Dakle, dionicama tri najveće kompanije najviše se trguje. Na Zagrebačkoj je burzi ipak veća distribucija tržišne kapitalizacije, pa devet najvećih kompanija ima 73% udjela u tržišnoj kapitalizaciji dionica na burzi, ali u prometu sudjeluju sa svega 38% jer ih većina ima većinske vlasnike i nizak free float. Nadalje, čak i dionice s najvećim prometom godišnje obrnu u prometu tek 3–6,6% svoje tržišne kapitalizacije, dok je kod vodeće tri dionice na mađarskoj burzi raspon omjera isti, ali na mjesečnoj razini. Zaključak je da se na Zagrebačkoj burzi više trguje dionicama manjih kompanija i uz niži obrtaj jer su manje poznate stranim ulagačima u odnosu na trgovanje na Budimpeštanskoj burzi.

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

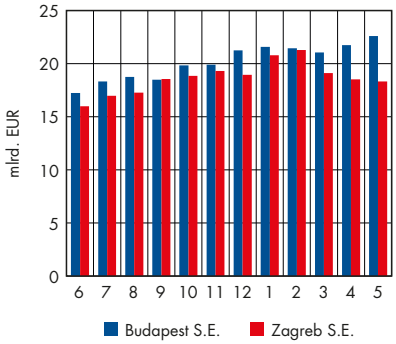


** povrati izračunani na datum 30.6.2017. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja*

Dosad objavljene dividende najlikvidnijih izdanja su u agregiranom iznosu rasle 16% u odnosu na prošlu godinu, što povezujemo s rastom neto dobiti. Analiza poslovanja 114.483 hrvatska poduzetnika u prošloj godini koju je provela FINA[2] pokazala je da je konsolidirana neto dobit rasla za 38% u odnosu na godinu prije. Naša analiza najvećih kompanija čijim se dionicama trguje na Zagrebačkoj burzi (bez banaka i kompanija u sastavu Agrokora) pokazala je da je preko 50% kompanija zabilježilo rast neto dobiti u 2016. u odnosu na 2015., a sličan trend se nastavio i u I. 2017. Iako visoka turistička sezona tek dolazi, stanje rezervacija i indikatori broja posjetitelja već u drugom tromjesečju daju osnove za optimizam. S obzirom na to da su sve oči uprte u visoku sezonu ne samo za turističke kompanije nego i za prodaju u Agrokorovoj maloprodajnoj mreži o kojoj ovisi naplata potraživanja, rezultati velikog broja kompanija za 2017. bit će usko povezani s uspjehom sezone. Iako su najveće kompanije vjerovnici i dobavljači objavile iznose izloženosti prema koncernu Agrokor, tek su rijetke napravile rezervacije. Stoga očekujemo da će dio rezervacija za otpise potraživanja opteretiti rezultate u 2017., a dio možda tek u 2018. kad se očekuje sklapanje nagodbe. Osim tih jednokratnih rezervacija, rezultati kompanija u segmentu hrane i pića mogli bi ostvariti niže marže zbog promotivnih prodaja u drugim maloprodajnim lancima, ali i zbog troškova ekspanzije na druga tržišta. Također, nedostatak sezonske radne snage mogao bi se na rezultatima turističkih kompanija odraziti kroz pritisak na operativnu maržu. S druge strane, obnovljeni smještajni kapaciteti i novi sadržaji vjerojatno će uroditi plodom i u vidu viših prihoda i bolje profitabilnosti. Slično vrijedi i za kompanije u građevinskom sektoru koje su angažirane na velikom broju projekata obnove i izgradnje turističkih kapaciteta. Valamar Riviera je objavila plan investicija od 2 mlrd. kuna do 2020., a Adris grupa planira isto toliko uložiti u turističke sadržaje do 2021., što pokazuje da su investicijski ciklusi još u punom zamahu. Nakon konsolidacije telekomunikacijskih operatera korištenje sinergija moglo bi dovesti do rasta profitabilnosti. Hoće li i u prehrambenom sektoru doći do konsolidacije nakon restrukturiranja Agrokora ostaje za vidjeti.

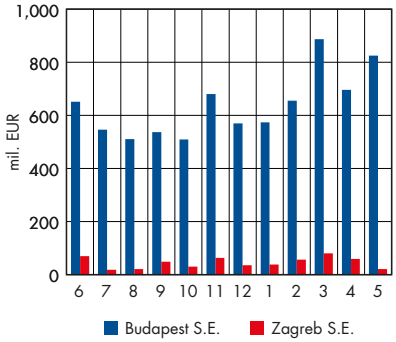
Nada Harambašić Nereau

Tržišna kapitalizacija dionica



Izvori: BSE, ZSE, Raiffeisen istraživanja

Promet dionicama



Izvori: BSE, ZSE, Raiffeisen istraživanja

Rezultati poslovanja i dividende

u HRK	Neto dobit/ gubitak po dionici		Dividenda po dionici		u HRK	Neto dobit/ gubitak po dionici		Dividenda po dionici		u HRK	Neto dobit/ gubitak po dionici		Dividenda po dionici	
	2015.	2016.	2015.	2016.		2015.	2016.	2015.	2016.		2015.	2016.	2015.	2016.
Ad Plastik	10,6	11,9	12,0	8,5	Ina	–141,8	10,1	–	15,2	Petrokemija	–7,3	–6,8	–	–
Adris Grupa	122,6	27,2	15,0	17,0	Ingra	5,2	0,1	–	–	Plava Laguna	220,0	325,0	1,0	–
Arena H.G.	3,7	–22,3	–	–	Institut IGH	–116,5	–94,6	–	–	Podravka	57,3	26,2	7,0	7,0
Atlantic Grupa	72,7	48,8	13,5	13,5	Jadranski Naftovod	201,8	288,8	132,2	165,0	Tankerska N.G.	4,0	4,6	4,0	1,6
Atlantska Plovidba	–168,4	–67,9	–	–	Jadroplov	–96,9	–59,5	–	–	Tehnika	3,0	4,9	–	–
Croatia Osiguranje	250,4	409,2	–	–	Končar–El	48,8	55,7	12,0	12,0	Uljanik Plovidba	–857,6	–80,2	–	–
Dalekovod	1,1	1,5	–	–	Kraš	11,1	19,5	–	8,0	Valamar Riviera	0,8	2,8	0,6	0,8
Đuro Đaković Grupa	–7,9	–4,5	–	–	Liburnia R.H.	0,3	42,6	–	–	Viadukt	6,5	–806,8	–	–
Ericsson N.T.	68,7	83,2	100,0	90	Luka Ploče	74,7	–42,6	–	–	Viro T.Š.	3,4	41,5	–	–
Hrvatski Telekom	11,3	11,3	6,0	6,0	Luka Rijeka	0,2	0,5	–	–	Optima Telekom	0,2	0,2	–	–
Hup–Zagreb	132,3	182,1	15,0	16,0	Maistra	10,0	12,8	–	–	Granolio	5,9	1,3	0,5	–

Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

1 http://www.rbinternational.com/eBusiness/services/resources/media/829189266947841370-829189181316930732-1253070885932646742-1-2-EN.pdf
2 Izvor: www.poslovni.hr (http://www.poslovni.hr/hrvatska/hrvatskim-poduzetnicima-dobit-rasla-cak-38-posto-328308)

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
Viktor Viljevac; tel: 01/61 74 837, e-adresa: viktor.viljevac@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
AZTN – Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja
BDP – bruto domaći proizvod
BSE – Budimpeštanska burza
CHF – švicarski franak
CIS – Zajednica neovisnih država
CPI – indeks potrošačkih cijena
DZS – Državni zavod za statistiku
e – procjena (*estimate*)
EDP – procedura pri prekomjernom deficitu
EK – Europska komisija
EMU – Europska monetarna unija
ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa
ESB – Europska središnja banka
EU – Europska unija
EUR – euro
Eurostat – Statistički ured Europske unije
f – prognoza (*forecast*)
Fed – *Federal Reserve System*
GBP – funta
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
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 – kvantitativno popuštanje monetarne politike (eng *Quantitative easing)*
qoq – tromjesečna promjena *(qaurter on quarter)*
yoy – godišnja proomjena *(eng. year on year)*
RBA – *Raiffeisenbank Austria d.d Zagreb*
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 5. srpnja 2017.
Publikacija odobrena od strane urednika: 13. srpnja 2017. u 09:00 sati
Predviđeno vrijeme prve objave: 13. srpnja 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.

Ekonomska 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 djelomice, 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. Ulagačima 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.

Ovime korisnik publikacije prima na znanje, priznaje i suglasan je da, u najvećoj mogućoj mjeri dopuštenoj zakonom, nitko iz Hrvatske udruge banaka ("HUB") kao koordinatora, niti ZIBOR kontribucijskih banaka ili Thomson Reuters-a kao dobavljača podataka iz kojih se ZIBOR referentne kamatne stope računaju:

1. Ne prihvaća nikakvu odgovornost za učestalost i točnost ZIBOR stopa ili bilo kakvo korištenje ZIBOR stopa od strane korisnika, neovisno proizlazi li ili ne proizlazi iz nemara HUB-a, ZIBOR kontribucijskih banaka ili Thomson Reuters-a;
2. Neće biti odgovoran za bilo kakav gubitak ili dobit u poslovanju, niti bilo kakve izravne, neizravne ili posljedične gubitke ili štetu nastale iz takvih nepravilnosti, netočnosti ili korištenja podataka.

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/concept-and-methods/

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

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

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

RBA analitičari sudjeluju u izradu redovitih analiza koje objavljuje i distribuira RCB, a tiču se kompanija navedenih u nastavku zajedno s datumom objave inicijalne analize:

– Adris Grupa d.d. (21.01.2005.), Atlantic Grupa d.d. (8.6.2015.), Ericsson Nikola Tesla d.d. (18.01.2005.), Hrvatski Telekom d.d. (11.12.2007.), Ledo d.d. (13.10.2015.), Podravka d.d. (3.3.2003.) i Valamar Riviera d.d. (17.12.2015.).

Pregled Raiffeisen preporuka:

	Kupiti	Držati	Smanjiti	Prodati	Ukinuto	Pod razmatranjem
Broj preporuka	1	4	1	0	1	0
% svih preporuka	14%	58%	14%	0%	14%	0%
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 neto dugu ili kratku poziciju koja premašuje prag od 0,5% ukupnog izdanog dioničkog kapitala izdavatelja.
2. Izdavatelj drži više od 5% ukupnog izdanog dioničkog kapitala RBA ili bilo kojeg povezanog društva.
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.

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.