RBAnalize

broj 67
listopad 2017.

Na putu održivog oporavka?

- Rast se nastavlja
- Javni dug – na putu prema dolje
- Nastavak niskih kamatnih stopa
- ZSE ostaje pod utjecajem Agrokora

Raiffeisen ISTRAŽIVANJA

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Slawomir Kruz

www.rba.hr

Sadržaj

Pokazatelji
Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja 3
Usporedne tablice 4

Uvod
Skromni koraci ka putu održivog rasta 5

Realni sektor, tržište rada
Solidan rast na krilima domaće potražnje 6

Platna bilanca, inozemni dug
Snažnije povlačenje sredstava iz fondova EU-a u 2018.? 8

Tečaj, monetarna politika i inflacija
Lagano slabljenje kune prema kraju godine 9

Tržište duga/javni dug/fiskus
Javni dug – na putu prema dolje 11

Financijski sustav
Snižena profitabilnost banaka 14

Politike središnjih banaka
ESB i Fed smanjuju programe otkupa obveznica 15

Nafta
Više cijene nafte podržane rastom svjetske potražnje 16

Tržište dionica
Zagrebačka burza pod utjecajem razvoja situacije s Agrokorom 17

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
BDP i proizvodnja										
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	–1,4	–0,3	–2,2	–0,6	–0,1	2,3	3,0	2,9	2,3	2,5
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	45.146	44.837	44.022	43.754	43.416	44.525	46.284	48.641	50.588	52.696
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.524	10.473	10.314	10.281	10.249	10.511	11.009	11.698	12.205	12.738
Trgovina na malo, % promjena, realno	–2,1	0,6	–4,1	–0,6	0,4	2,4	4,0	4,5	3,0	3,5
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	–1,4	–1,2	–5,5	–1,8	1,2	2,7	5,3	2,0	2,5	2,8
Cijene, nezaposlenost i proračun										
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	1,8	2,1	4,7	0,3	–0,5	–0,6	0,2	0,9	1,3	1,5
%, prosjek	1,1	2,3	3,4	2,2	–0,2	–0,5	–1,1	1,2	1,4	2,0
Proizvođačke cijene[1], %, kraj razdoblja	5,7	5,8	6,9	–2,6	–3,4	–4,4	–0,1	1,5	2,5	2,1
%, prosjek	4,3	6,4	7,0	0,5	–2,7	–3,9	–4,1	2,2	2,4	2,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	17,4	17,8	18,9	20,2	19,6	17,0	14,8	11,7	11,1	10,2
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	11,6	13,7	15,9	17,4	17,3	16,3	13,1	11,7	11,1	10,2
Prosječna neto plaća, u HRK	5.343	5.441	5.478	5.515	5.534	5.594	5.685	6.015	6.153	6.264
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	–6,2	–7,8	–5,3	–5,3	–5,1	–3,3	–0,9	–1,2	–1,6	–1,5
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	191,3	216,7	233,6	270,8	284,2	289,6	289,1	294,0	301,3	303,4
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	58,3	65,2	70,7	81,7	85,8	85,4	82,9	81,1	79,8	77,0
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	17.007	18.128	18.319	18.768	19.677	21.472	22.776	24.958	26.530	28.387
% promjena	9,2	6,6	1,1	2,5	4,8	9,1	6,1	9,6	6,3	7,0
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	17.158	18.314	18.125	18.599	18.849	20.439	21.429	23.554	24.820	26.433
% promjena	–0,5	6,7	–1,0	2,6	1,3	8,4	4,8	9,9	5,4	6,5
Tekući račun platne bilance, % BDP-a[2]	–1,1	–0,7	–0,1	1,0	2,0	4,6	2,5	3,7	2,2	2,5
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	10.660	11.195	11.236	12.908	12.688	13.707	13.514	14.800	15.100	15.300
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	7,5	7,3	7,4	8,3	8,1	8,0	7,6	7,5	7,3	6,9
Izravne inozemne investicije, mil. EUR[3]	1.066	1.022	1.153	737	2.297	196	1.694	1.750	1.104	2.000
Noćenja turista, % promjena	2,6	7,0	4,0	3,3	2,6	7,7	9,0	10,5	4,8	4,5
Inozemni dug, mlrd. EUR	46,9	46,4	45,3	45,8	46,4	45,4	41,7	40,3	40,5	40,4
Inozemni dug, kao % BDP-a[2]	103,9	103,5	103,0	105,3	107,9	101,9	90,0	82,9	80,1	76,7
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga[2]	275,8	255,9	247,3	244,1	235,9	211,4	182,9	161,5	152,7	142,3
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,57	5,82	5,73	5,55	6,30	6,99	7,17	6,36	6,05	5,68
pr, USD/HRK	5,50	5,34	5,85	5,71	5,75	6,86	6,80	6,54	6,22	5,84
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,39	7,53	7,55	7,64	7,66	7,64	7,56	7,50	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	7,48
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	48,0	51,5	51,9	57,9	63,4	70,7	83,5	97,2	101,4	104,7
% promjena	1,7	7,3	0,9	11,5	9,6	11,4	18,1	16,5	4,3	3,3
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	327,8
% promjena	1,9	5,6	3,6	4,0	3,2	5,1	4,7	3,8	2,6	2,3
Plasmani, mlrd. HRK, kr	245,6	257,4	242,1	240,8	237,0	230,0	221,5	218,2	221,5	226,1
% promjena	4,7	4,8	–5,9	–0,5	–1,6	–2,9	–3,7	–1,5	1,5	2,1
ZIBOR 3m, %, pr	2,4	3,2	3,4	1,5	1,0	1,2	0,9	0,6	0,7	1,2
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	4,0	3,9	3,9	2,5	1,9	1,4	0,9	0,9	1,1	1,5

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

BDP, realna godišnja promjena (%)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

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

	2015.	2016.	2017.e	2018.f
Poljska	–0,9	–0,6	1,8	2,4
Mađarska	0,0	0,2	2,5	3,4
Češka	0,3	0,7	2,5	2,1
Slovačka	–0,3	–0,5	1,1	2,0
Slovenija	–0,8	–0,2	1,6	2,1
SE	**–0,5**	**–0,2**	**2,0**	**2,4**
Hrvatska	**–0,5**	**–1,1**	**1,2**	**1,4**
Bugarska	–0,1	–0,8	1,8	2,6
Rumunjska	–0,6	–1,5	1,1	3,7
Srbija	1,4	1,2	3,1	2,9
BiH	–1,0	–1,1	1,5	1,5
Albanija	1,8	1,3	2,2	2,7
JIE	**–0,2**	**–0,9**	**1,5**	**3,0**
Rusija	15,6	7,1	4,0	4,5
Ukrajina	48,7	13,9	13,6	7,8
Bjelorusija	13,5	12,0	8,5	8,5
CIS	**17,7**	**7,7**	**4,8**	**4,8**
SIE	**9,1**	**3,9**	**3,4**	**3,8**
Austrija	0,8	1,0	2,0	2,1
Njemačka	0,1	0,4	1,7	2,2
Eurozona	0,0	0,2	1,5	1,3
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	5,9	9,8
Mađarska	1,9	–15,5	19,8	8,0
Češka	9,1	–3,6	6,5	8,5
Slovačka	16,9	–9,3	–1,5	4,0
Slovenija	–1,6	–3,6	n.v.	n.v.
SE	**6,8**	**–6,7**	**6,9**	**8,2**
Hrvatska	**3,8**	**5,1**	**4,5**	**6,0**
Bugarska	2,7	–4,0	2,3	4,5
Rumunjska	8,3	–3,3	3,0	6,0
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	**5,6**	**–1,0**	**2,7**	**4,9**
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**	**4,6**	**5,6**
Austrija	**0,7**	**3,7**	**4,3**	**3,4**
Njemačka	1,1	2,9	2,1	n.v.
Eurozona	2,2	3,0	2,9	3,8
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	–0,3	–0,2	–0,9
Mađarska	3,4	5,4	3,2	2,9
Češka	0,2	1,1	1,0	1,1
Slovačka	0,2	–0,6	–0,6	0,3
Slovenija	4,4	5,2	5,0	4,8
SE	**0,2**	**0,7**	**0,5**	**0,2**
Hrvatska	**4,6**	**2,5**	**3,7**	**2,2**
Bugarska	0,4	3,8	3,4	0,9
Rumunjska	–1,2	–2,4	–3,6	–4,0
Srbija	–4,6	–3,9	–5,0	–4,3
BiH	–5,5	–4,4	–6,0	–6,2
Albanija	–10,8	–9,1	–9,2	–9,4
JIE	**–1,1**	**–1,4**	**–2,2**	**–2,9**
Rusija	5,1	1,7	4,7	5,3
Ukrajina	–0,2	–4,1	–4,0	–3,6
Bjelorusija	–3,8	–3,6	–3,5	–3,1
CIS	**4,4**	**1,2**	**3,9**	**4,5**
SIE	**2,3**	**0,7**	**2,0**	**2,1**
Austrija	1,9	2,1	2,1	2,3
Njemačka	8,3	8,3	7,5	7,5
Eurozona	3,0	3,3	3,0	2,8
SAD	**–2,6**	**–2,4**	**–2,5**	**–2,5**

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

	2015.	2016.	2017.e	2018.f
Poljska	–2,6	–2,4	–2,0	–2,6
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	–1,3	–1,1
SE	**–2,1**	**–1,6**	**–1,6**	**–1,9**
Hrvatska	**–3,3**	**–0,9**	**–1,2**	**–1,6**
Bugarska	–2,8	1,6	–0,5	–1,0
Rumunjska	–0,8	–3,0	–3,0	–4,0
Srbija	–3,7	–1,3	–1,3	–1,8
BiH	0,7	1,2	1,0	–0,5
Albanija	–4,0	–2,5	–2,0	–1,5
JIE	**–1,8**	**–1,6**	**–2,0**	**–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	–0,9	–0,7
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	54,3	53,8	53,9
Mađarska	75,2	73,9	73,2	72,4
Češka	40,3	37,9	36,2	34,9
Slovačka	52,5	51,9	52,0	50,9
Slovenija	83,1	79,7	75,4	73,5
SE	**53,7**	**54,5**	**53,6**	**53,0**
Hrvatska	**85,4**	**82,9**	**81,1**	**79,8**
Bugarska	25,6	29,1	25,0	26,0
Rumunjska	38,0	37,6	37,1	38,3
Srbija	74,7	71,6	62,8	60,5
BiH	41,8	40,4	41,0	41,5
Albanija	72,7	71,0	69,0	65,0
JIE	**47,7**	**47,2**	**45,3**	**45,5**
Rusija	12,7	13,5	14,0	14,5
Ukrajina	72,3	76,1	71,4	65,9
Bjelorusija	36,5	39,9	39,0	41,5
CIS	**17,4**	**18,5**	**18,6**	**18,8**
SIE	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**
Austrija	85,5	84,6	80,2	77,9
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	70,2	74,5	73,2	72,2
Mađarska	106,2	98,3	88,0	81,8
Češka	69,5	73,9	89,9	80,3
Slovačka	85,4	88,8	89,6	86,2
Slovenija	120,1	110,9	103,5	102,0
SE	**64,7**	**66,7**	**68,8**	**65,3**
Hrvatska	**101,9**	**90,0**	**82,9**	**80,1**
Bugarska	75,3	73,3	68,7	65,7
Rumunjska	56,5	54,6	52,3	52,1
Srbija	81,6	74,2	70,3	66,7
BiH	53,4	54,4	55,1	54,3
Albanija	73,2	71,7	67,4	64,7
JIE	**68,4**	**64,6**	**61,2**	**59,7**
Rusija	37,9	39,0	29,4	24,8
Ukrajina	130,9	121,7	112,7	106,9
Bjelorusija	70,2	79,3	73,0	69,9
CIS	**44,7**	**45,8**	**35,9**	**31,2**
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	127,9	124,9	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	4,26	4,15
Mađarska	309,93	311,47	308,58	311,88
Češka	27,28	27,03	26,39	25,29
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	4,57	4,63
Srbija	120,73	123,13	121,67	123,06
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	139,72	137,33	134,23	134,63
Rusija	68,01	74,14	66,39	70,50
Ukrajina	24,33	28,27	30,20	33,23
Bjelorusija	1,77	2,20	2,19	2,40
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	**euro**	**euro**	**euro**	**euro**
SAD	**1,11**	**1,11**	**1,14**	**1,20**

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+	Baa1	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–	Caa2	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

Skromni koraci ka putu održivog rasta

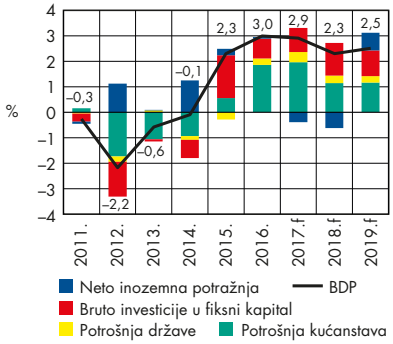
Gospodarski rast u drugom se tromjesečju ubrzao predvođen osobnom potrošnjom, dok je nastavak solidnih stopa izvoza uvelike umanjen još jednom potvrđenom visokom uvoznom ovisnošću hrvatskoga gospodarstva. Strukturno gledano pomaci tijekom proteklih godina su pozitivni, ali ipak skromni i nedovoljni da bismo mogli reći da se Hrvatska već sada nalazi na putu održivoga oporavka. Naime, u pozadini zaista izvrsnih rezultata izvoza roba i usluga krije se još uvijek razmjerno niski udio roba srednje do visoke tehnološke složenosti, dok u strukturi usluga prevladavaju usluge vezane uz putovanja (turizam). Investicije nastavljaju rasti, ali su i one uglavnom povezane s turizmom, dok prostora za uspješnije povlačenje i korištenje sredstava fondova EU-a još uvijek ima. Osobna potrošnja kao glavni generator posljednjih pozitivnih trendova ohrabrena je nekolicinom čimbenika poput smanjenja poreznog rasterećenja, nižih troškova (re)financiranja te izdašnog priljeva deviza od turizma. Međutim, srednjoročno do dugoročno gledano upravo osobna potrošnja i s njom povezan ljudski kapital te tehnološki napredak mogli bi biti najveća kočnica bržeg i stabilnijeg rasta. Naime, unatoč nastavku pada nezaposlenosti značajniji pokazatelji poput broja radno sposobnog stanovništva, stopa zaposlenosti i aktivnosti ne pokazuju značajna poboljšanja. Štoviše migracijski i demografski trendovi te njihove dugoročne projekcije ne izgledaju optimistično. Osim vanjskih čimbenika (jedinstvenog tržišta EU-a) razloge valja potražiti u internim duboko ukorijenjenim domaćim čimbenicima (institucionalno okruženje, vladavina prava, javni sustavi obrazovanja i zdravstva itd.).

Barem za sada financijska kriza u Agrokoru imala je ograničen utjecaj na makroekonomske trendove, ali još uvijek ostajemo pri ocjeni da je 2018. u tom smislu zahtjevnija i izložena negativnim rizicima. To je ujedno i glavni čimbenik projiciranog usporavanja rasta gospodarstva u 2018., koji bi se osim na investicijama mogao osjetiti i na osobnoj potrošnji kroz kanal (ne)zaposlenosti. Međutim konačan rasplet situacije oko Agrokora još uvijek ostaje velika nepoznanica.

Naposljetku, i državni proračun u uvjetima iznadpotencijalnog rasta i nižih troškova servisiranja duga bilježi povoljna kretanja pa je izgledno da će manjak u državnoj blagajni biti zamjetno niži od prvotnih projekcija. Štoviše solidan višak u primarnoj bilanci (kada iz proračunske statistike isključimo izdatke za kamate) ohrabruje predviđanja o nastavku tendencije pada javnog duga. U takvim uvjetima Vlada je na kraju listopadu predstavila dokument eurostrategije, koji sadržava izračune koristi i mogućih rizika ulaska u eurozonu te služi kao temeljni dokument za argumentiranu javnu raspravu. Iako se već sada može čuti 2020. kao ciljana godina ulaska u europski tečajni mehanizam (ERM II), treba naglasiti da samo ispunjavanje ekonomskih kriterija konvergencije (postavljenih Ugovorom iz Maastrichta) neće biti dovoljno za prihvaćanje eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja. Naime, pri ocjeni usklađenosti s konvergencijskim kriterijima ključna je održivost jer se konvergencija mora ostvariti na trajnoj osnovi, a ne samo u određenom trenutku. Dakle, osim ekonomskih i pravnih kriterija, osobita pažnja zasigurno će se posvetiti stvaranju učinkovitih institucija i poticajnog poslovnog okruženja jer su oni uz primjerene ekonomske politike preduvjet održive konvergencije. Sve do tada ulaznica u eurozonu bit će uskraćena.

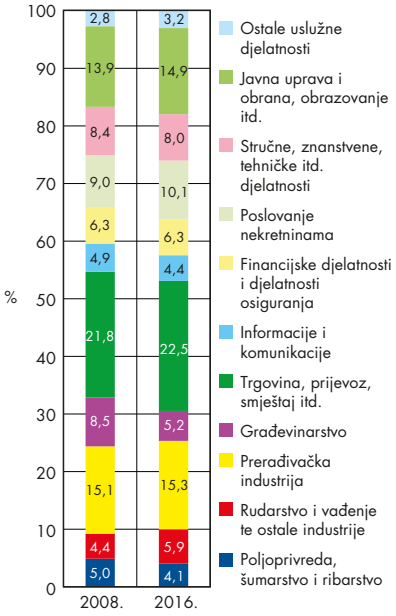
Zrinka Živković Matijević

Rast BDP-a i doprinosi sastavnica



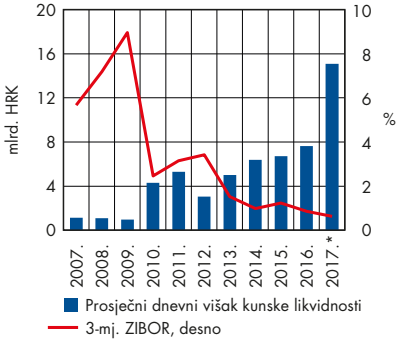
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Struktura BDV-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti

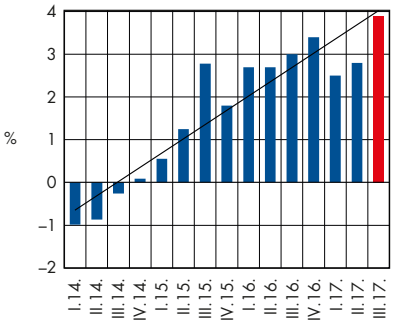


**do 30.9.2017.*
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Solidan rast na krilima domaće potražnje

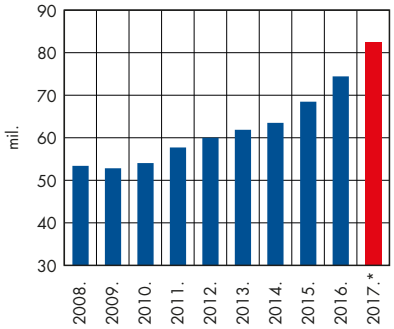
- **Široko rasprostranjeni rast predvođen osobnom potrošnjom**
- **Pozitivne učinke izvoza umanjuje uvoz roba**
- **Optimizam i solidna očekivanja gospodarske aktivnosti u kratkom roku se nastavljaju, na dugi rok izazovi ostaju isti**

Godišnje realne promjene BDP-a



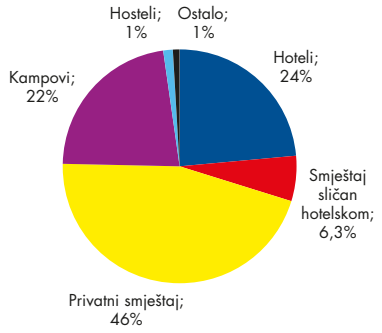
Izvori: DZS, Raiffeisen RESEARCH/RBI

Broj turističkih noćenja u prvih 9 mjeseci



** procjena*
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Noćenja turista prema vrstama smještajnih kapaciteta, 2016.



Izvori: Institut za turizam, Raiffeisen istraživanja

Gospodarski rast u drugom tromjesečju se ubrzao predvođen domaćom potražnjom, čiji je doprinos realnom rastu iznosio razmjerno visokih 3,3 postotna boda. S druge strane, unatoč solidnim stopama rasta izvoza roba i usluga, doprinos neto inozemne potražnje bio je negativan (–0,5 postotnih bodova). Naime, izvoz usluga (u prvom redu turizam) te rast domaće potražnje generirao je pojačani uvoz roba naglašavajući potrebu daljnjeg jačanja konkurentnosti hrvatskog realnog sektora. Pojedinačno gledano najveća sastavnica BDP-a, osobna potrošnja, nastavila je sa solidnim realnim rastom po stopi od 3,9%, koja je ujedno i najviša od 2008. godine. Posljedica je to višeg raspoloživog dohotka uslijed poreznog rasterećenja neto primitaka, pada nezaposlenosti i rasta zaposlenosti te nižih troškova refinanciranja. Izvoz usluga bio je pod utjecajem kasnijeg termina uskršnjih blagdana, ali i razdoblje predsezone nadmašilo je i najoptimističnija očekivanja. Barem za sada financijska kriza u Agrokoru imala je ograničen utjecaj na makroekonomske trendove, ali još uvijek ostajemo pri ocjeni da je 2018. u tom smislu zahtjevnija i izloženija negativnim rizicima. To je ujedno i glavni čimbenik projiciranog usporavanja rasta gospodarstva u 2018., koji bi se osim na investicijama mogao osjetiti i na osobnoj potrošnji kroz kanal (ne)zaposlenosti. Međutim konačan rasplet situacije oko Agrokora još uvijek ostaje velika nepoznanica. Procjenjujemo da je usporavanje rasta investicija zabilježeno tijekom drugog tromjesečja dijelom posljedica situacije u navedenom koncernu, ali projekti poduprti sredstvima iz fondova EU-a kao i ulaganja privatnog sektora (ponajprije turizam) i dalje su generatori rasta investicija. Slične trendove trebali bi donijeti i iduća tromjesečja.

Očekujemo nastavak i umjereno pozitivnog rasta realne državne potrošnje tijekom druge polovice 2017., a blago ubrzavanje dinamike moguće je očekivati tijekom 2018.

Visokofrekventni, a dostupni pokazatelji trećeg tromjesečja upućuju na daljnje intenziviranje gospodarske aktivnosti pa bi se i godišnja realna stopa rasta mogla sasvim približiti 4%. Takve stope posljednji put smo bilježili prije deset godina. Očekivanja temeljimo na činjenici da je u razdoblju od srpnja do rujna promet u trgovini na malo porastao na godišnjoj razini visokih 5,5% sugerirajući daljnji nastavak rasta osobne potrošnje. Iako se pad nezaposlenosti usporio kao i rast zaposlenosti, ostaje činjenica da prosječne neto plaće nastavljaju rasti po stopama oko 6%, troškovi financiranja nalaze se na povijesno najnižim razinama, ali možda najveći poticaj dolazi od rezultata turističke sezone. Osim što je radno intenzivni segment gospodarstva uzimajući u obzir strukturu smještajnih kapaciteta, prihodi od turizma značajno povećavaju dohodak kućanstva. Središnja sezona (srpanj – rujan) donijela je preko 62 mil. noćenja, što je 7,4% više u usporedbi s ionako izvrsnom 2016. Takva kretanja sugeriraju i izdašan priljev deviza te povećanje raspoloživog dohotka kućanstava. Na privatni smještaj (sobe i apartmani) odlazi gotovo polovica smještajnih kapaciteta u turizmu.

U strukturi hrvatskih usluga više od dvije trećine odnosi se na turizam pa navedena kretanja impliciraju visok rast izvoza usluga u trećem tromjesečju. Promatraju-

ći komparativno Hrvatsku s drugim članicama EU-a prema udjelu izvoza usluga intenzivnih znanjem u cjelokupnom izvozu usluga, Hrvatska se s udjelom nižim od 20% nalazi na začelju liste. Očekujemo, ali i priželjkujemo rast ostalih usluga jer trenutačna struktura usluga u hrvatskom gospodarstvu nalikuje više na male i otočne države te izlaže cjelokupno gospodarstvo pretjeranim negativnim rizicima u slučaju nepovoljnih geopolitičkih incidenata. Ipak, sve dok se Hrvatska percipira kao sigurna destinacija, zadržat će svoj status atraktivnog odredišta s nizom pozitivnih multiplikativnih učinaka na ostatak gospodarstva kroz nove investicije i zapošljavanje.

Sve veći optimizam na europskom i regionalnom tržištu, zajedno s revidiranjem ekonomskog rasta glavnih hrvatskih trgovinskih partnera na više, potiče očekivanja da će izvoz roba nastaviti sa solidnim rastom u nadolazećim tromjesečjima. Ipak, u ovom segmentu Hrvatska još uvijek značajno zaostaje i to ne samo po udjelu izvoza roba u BDP-u nego i po razmjerno nepovoljnoj strukturi međunarodne razmjene. Naime, u strukturi izvoza izvoz srednjotehnoloških i visokotehnoloških proizvoda razmjerno je skroman te iznosi oko 38%.

Posljedica je to povijesnog neadekvatnog korištenja osnovnih proizvodnih resursa – u prvom redu rada. Strukturni problemi tržišta rada ujedno povezani s neadekvatnom prilagodbom obrazovnog sustava u uvjetima sve bržeg i zahtjevnijeg globalnog okruženja umanjili su potencijale rasta. Osim toga vrlo slab i spor tehnološki napredak povezan s problemima u visokoškolskim i znanstveno-istraživačkim sustavima, javnoj upravi te istraživanju i razvoju nameće nužnost snažnijih, odlučnijih i bržih strukturnih promjena jer će u suprotnome Hrvatska nastaviti zaostajati za većinom europskih država.

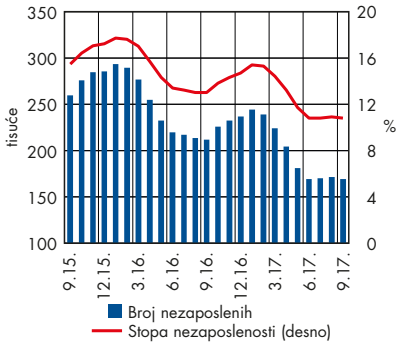
Registrirani broj nezaposlenih osoba spustio se na svoj povijesni minimum u rujnu (ispod 170 tisuća), a stopa registrirane nezaposlenosti zadržala se ispod 11% potvrđujući očekivanja o padu prosječne stope nezaposlenosti na povijesno najniže razine. Međutim, značajniji pokazatelji poput broja radno sposobnog stanovništva, stopa zaposlenosti i aktivnosti ne pokazuju značajna poboljšanja. Štoviše, migracijski i demografski trendovi te njihove dugoročne projekcije ne izgledaju optimistično.

S izuzetkom svega nekoliko djelatnosti (poput Informacija i komunikacija) tržište rada u trećem tromjesečju bilježi lagani pad zaposlenosti. Navedeno ne iznenađuje s obzirom na sezonalnost i utjecaj turizma. Ipak, ohrabruje da je promatrajući kumulativno u prvih devet mjeseci generator novih mjesta osim djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane bila i prerađivačka industrija.

Sa strane ponude i podaci za treće tromjesečje trebali bi donijeti 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 realnoga godišnjeg rasta bruto dodane vrijednosti prerađivačke industrije od 2,5% u prvoj polovici godine, stopa rasta u idućim tromjesečjima trebala bi se zadržavati na oko 2%.

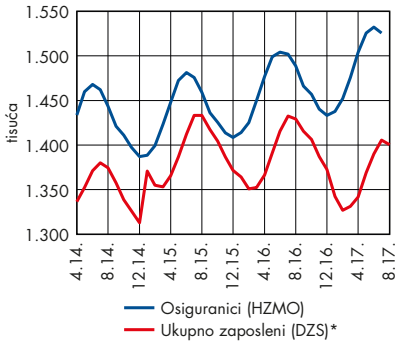
Zrinka Živković Matijević

Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



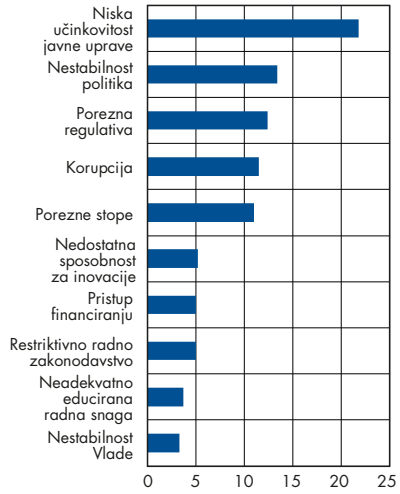
Izvori: DZS, HZZ, Raiffeisen istraživanja

Broj zaposlenih i broj osiguranika



** lom serije od siječnja 2015. (nova metodologija)*
Podaci od siječnja 2017. su privremeni.
Izvori: DZS, HZMO, Raiffeisen istraživanja

Najproblematičniji čimbenici poslovanja u RH

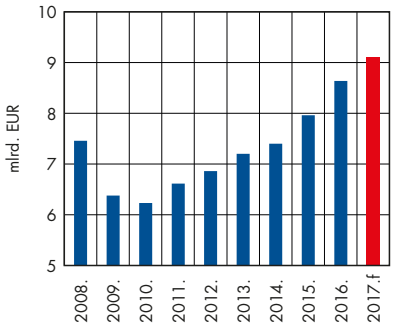


Izvor: World Economic Forum, Executive Opinion Survey 2017

Snažnije povlačenje sredstava iz fondova EU-a u 2018.?

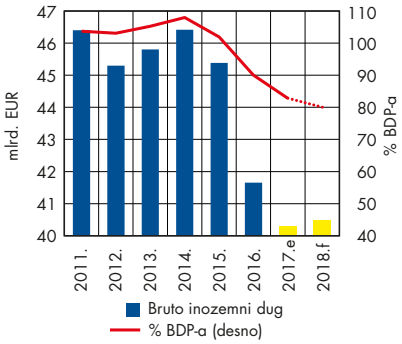
- **Drugu godinu zaredom višak na tekućem računu u drugom tromjesečju**
- **Pad bruto inozemnog duga**

Prihodi od turizma



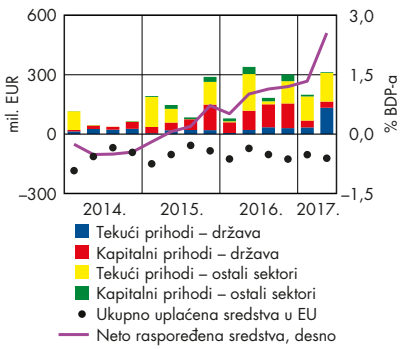
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Transakcije s proračunom EU-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Smanjenje vanjske ranjivosti izražene kroz nastavak smanjenja inozemnog duga uz zadržavanje stabilnog viška na tekućem i kapitalnom računu bilance plaćanja (3,6% BDP-a) glavna su obilježja kretanja odnosa Hrvatske s inozemstvom u prvoj polovici godine. Krajem lipnja ukupni bruto inozemni dug spustio se na 40,4 mlrd. eura pri čemu se, s obzirom na nastavak procesa razduživanja uz poboljšanja u fiskalnoj statistici, njegov udio u BDP-u spustio na najnižu razinu od prvog tromjesečja 2009. godine (86,1%). Posljedica ovakvih kretanja je smanjenje većine komponenti bruto inozemnog duga. Pad razine inozemnog duga na godišnjoj razini predvođen je razduživanjem drugih monetarnih financijskih institucija (banaka) čiji se dug kontinuirano smanjuje već 62. mjesec, a slijede ga ostali domaći sektori s kontinuitetom smanjenja od posljednjih 18 mjeseci i opća država čiji dug, uz izuzetak u ožujku ove godine, opada posljednjih 15 mjeseci. Očito je da se pri smanjenim potrebama inozemnog zaduživanja uz činjenicu da su kamatne stope na domaćem tržištu u uvjetima iznimno visoke likvidnosti i poboljšanih fundamenta postale konkurentne europskim smanjuje interes i potreba za inozemnim zaduživanjem. Nastavak sličnih trendova očekujemo i do kraja godine. Posebno zahtjevan i izazovan zadatak za Vladu već dulje vrijeme svakako je i financijsko restrukturiranje hrvatskog cestovnog sektora koji je relativno velik nositelj javnog duga (5,2 milijardi eura ili više od 13,5% ukupnog javnog duga). Iako će refinanciranje i financijsko restrukturiranje putem izdavanja obveznica i/ili novih kreditnih linija zasigurno poboljšati profil javnog kao i inozemnog duga do kraja godine ne očekujemo realizaciju navedenog zaduživanja. Uz projicirani rast gospodarstva i udio bruto inozemnog duga RH u BDP-u trebao bi se do kraja godine spustiti na razinu oko 83%. Podaci o kretanjima na platnoj bilanci potvrdili su višak na tekućem računu platne bilance u drugom ovogodišnjem tromjesečju i drugu godinu zaredom. Pozitivan doprinos poboljšanjima na tekućem računu došao je s računa usluga kao rezultat ostvarenih prihoda od putovanja (turizam). Iako je pozitivan doprinos došao i s podračuna sekundarnog dohotka, zbroj salda na računu sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija blago se pogoršao zbog većih uplata u proračun EU-a, ali i slabijega korištenja sredstava iz fondova EU-a. Dok je uobičajen negativan saldo zabilježen na računu roba uslijed razmjerno snažnijeg rasta uvoza od izvoza roba, blago pogoršanje u odnosu na drugo tromjesečje 2016. zabilježeno je i na podračunu primarnog dohotka kao posljedica rasta dohodaka nerezidenata od njihovih izravnih ulaganja u tuzemstvu. Na razini cijele 2017. očekujemo višak na tekućem računu od 3,7% BDP-a, primarno na temelju poboljšanja uslužnog podračuna, pri čemu očekujemo da će prihodi od turizma premašiti 9 mlrd. kuna, i bolje apsorpcije sredstava iz fondova EU-a. Navedena projekcija uključuje utjecaj rezervacija banaka za plasmane povezane s Agrokorom koje jednokratno povećavaju suficit. U godini pred nama očekujemo da će glavni razlog smanjenja viška na tekućem i kapitalnom računu dolaziti od daljnjeg pogoršanja salda u robnoj razmjeni s inozemstvom, dok će rast turističkih prihoda ostati najvažniji čimbenik poboljšanja salda na tekućem računu. Očekivanje o nastavku snažnijeg korištenja sredstava iz fondova EU-a podržat će rast salda na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija.

Elizabeta Sabolek Resanović

Lagano slabljenje kune prema kraju godine

- **Visoka likvidnost, niske kamatne stope i stabilan tečaj**
- **Prihvaćanje eura – više od samog normativnog ispunjavanja kriterija**

Povećani priljev deviza od turizma, daljnji oporavak gospodarstva te pojačana potražnja za kunama, očekivano i uobičajeno, pružali su podršku kuni tijekom ljetnih mjeseci. Ipak, tečaj EUR/HRK nije se bitnije odmakao od razine 7,40 kuna za euro, gdje se uglavnom zadržavao sve do polovice rujna. Štoviše, navedena razina donekle je postala psihološka granica na kojoj je središnja banka bila spremna intervenirati na deviznom tržištu otkupljujući devize od poslovnih banka. Tako je nakon dviju lipanjskih održana po jedna devizna intervencija središnje banke tijekom srpnja i kolovoza. Ukupno je otkupljeno 227 mil. eura, čime je u ionako visokolikvidni sustav ubačeno gotovo 1,7 mlrd. kuna. Posljedično kamatne stope na tržištu novca ostale su prigušene na povijesno niskim razinama u uvjetima skromne inflacije, koja je i u trećem tromjesečju iznosila 1,1%.

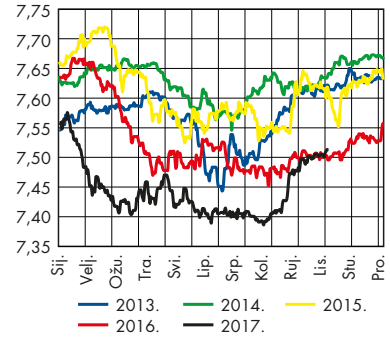
Druga polovica rujna donijela je donekle nagli pomak tečaja prema višim razinama, ali se EUR/HRK stabilizirao na razinu oko 7,50 kuna za euro, koju smo očekivali vidjeti na kraju godine. Uobičajeni pritisci na slabljenje kune svakako će i u nastavku godine uvelike biti ublaženi izdašnom količinom deviza u sustavu (koja je osim investicijama poduprta i produljenjem turističke sezone), poboljšanom fiskalnom metrikom i smanjenjem vanjske ranjivosti.

Godina 2018. prema trenutačnim projekcijama ne bi trebala donijeti značajnije odstupanje od razina već viđenih tijekom ove godine. Dakle, EUR/HRK će zadržati svoje uobičajeno sezonsko kretanje uz zadržavanje prosječne razine tečaja na razinama iz 2017. Naravno, nastavak iznadpotencijalnoga gospodarskog oporavka otvara mogućnost dominacije postojanih aprecijacijskih pritisaka, ali dosljednost HNB-a u održavanju stabilnosti tečaja kao glavnog sidra monetarne politike ostaje neupitna. U uvjetima još uvijek umjerenog rasta potrošačkih cijena monetarna politika tako će i dalje zadržati svoj ekspanzivni karakter podržavajući, barem još jednu godinu, niske kamatne stope.

U međuvremenu inflatorni pritisci u posljednjem tromjesečju će ojačati zbog porasta administrativno reguliranih cijena (električne energije) pa će ovogodišnji značajan porast i doprinos cijena prehrane polako jenjavati, dok bi osobito u drugom i trećem tromjesečju prema našim očekivanjima trebao rasti doprinos cijena energije u ukupnom indeksu potrošačkih cijena. Posljedica je to baznog učinka i već spomenutog podizanja cijena električne energije. Prosječna stopa inflacije s očekivanih 1,2% u 2017. trebala bi u 2018. ubrzati na 1,4%. Osim inflacije ponude, odnosno pozitivnog doprinosa rasta cijena prehrane i energije, očekujemo da bi i doprinos domaće snažnije potražnje trebao gurati cijene prema blago višim razinama.

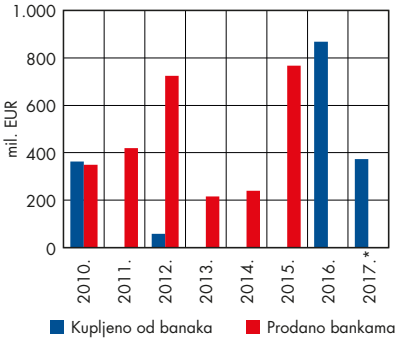
Naposljetku, Vlada je na kraju listopada predstavila dokument eurostrategije, koji sadržava izračune koristi i mogućih rizika ulaska u eurozonu te služi kao temeljni dokument za argumentiranu javnu raspravu. Iako se već sada 2020. može čuti kao ciljana godina ulaska u europski tečajni mehanizam (ERM II), treba naglasiti da samo ispunjavanje ekonomskih kriterija konvergencije (postavljenih Ugovorom iz Maastrichta) neće biti dovoljno za prihvaćanje eura kao

Srednji tečaj EUR/HRK



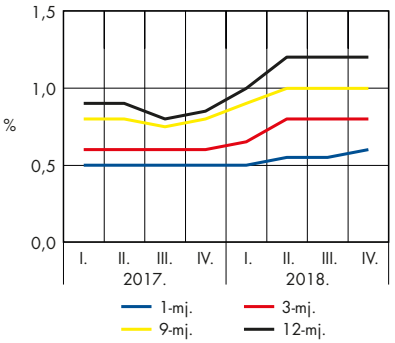
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Operacije na otvorenom tržištu – devizne intervencije HNB-a



** do 29. listopada 2017.*
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

ZIBOR, kraj razdoblja



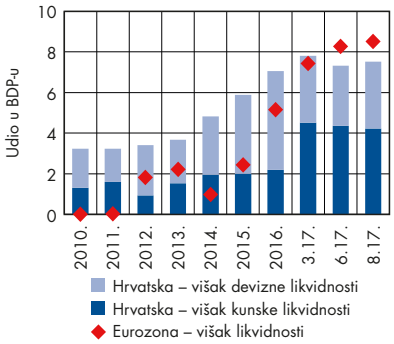
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj HNB-a

Valuta	Srednji tečaj	Promjena u odnosu na: 31.12.2016.		
	30.10.17.	Tečaj	Kretanje	%
EUR	7,5133	7,5578	↓	–0,59
USD	6,4580	7,1685	↓	–9,91
CHF	6,4630	7,0357	↓	–8,14
GBP	8,4552	8,8158	↓	–4,09

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio viška likvidnosti u BDP-u



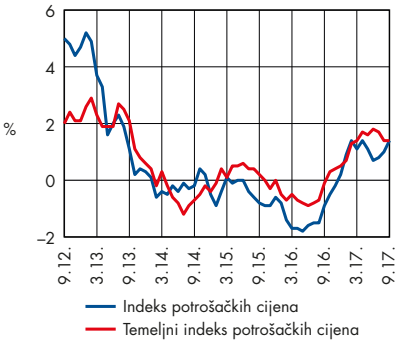
Napomena: Višak likvidnosti u eurozoni predstavlja višak rezervi u odnosu na regulatorno zahtijevanu obveznu rezervu (eng. excess reserves). BDP za eurozonu odnosi se na 19 zemalja članica.
Izvori: ESB, Eurostat, HNB, DZS

jedinstvenog sredstva plaćanja. Naime, pri ocjeni usklađenosti s konvergencijskim kriterijima ključna je održivost jer se konvergencija mora ostvariti na trajnoj osnovi, a ne samo u određenom trenutku. Dakle, osim ekonomskih i pravnih kriterija, osobita pažnja zasigurno će se posvetiti stvaranju učinkovitih institucija i poticajnog poslovnog okruženja jer su oni uz primjerene ekonomske politike preduvjet održive konvergencije. Sve do tada ulaznica u eurozonu bit će uskraćena.

Stoga kao posebni izazov osim ispunjenja fiskalnih kriterija (3% BDP-a za saldo proračuna opće države te 60% duga opće države) nameće se pitanje provedbe strukturnih reformi neophodnih za stvaranje održivosti. Očekujemo da će se monetarna politika (te ujedno i tečajna) u takvim uvjetima bez poteškoća prilagoditi strateškom cilju uvođenja eura, pri čemu upravo trenutačne ili blago više razine EUR/HRK vidimo kao mjesto središnjeg pariteta u sustavu ERM II.

Zrinka Živković Matijević

Inflacija, godišnja promjena



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Javni dug – na putu prema dolje

- **Smanjenje javnog duga**
- **Unaprjeđenje izgleda sugerira i skorašnje poboljšanje kreditnog rejtinga**
- **Okruženje niskih kamatnih stopa se nastavlja**

Gospodarski rast i nastavak fiskalne konsolidacije koju su potvrdili fiskalni pokazatelji za prvu polovinu godine prepoznati su i od strane rejting agencije S&P, koja je krajem rujna poboljšala izglede Hrvatske iz stabilnih u pozitivne. Nadalje, poboljšanje percepcije rizičnosti zemlje razvidno je i u sniženju premije rizika zemlje (mjerene CDS-om). Od početka godine snižena je s 200 baznih bodova na razinu od približno 100 baznih bodova, čime je dosegnula razine usporedivih zemalja. Na taj način otvorena su vrata i mogućem skorašnjem poboljšanju kreditnog rejtinga.

Prema podacima Ministarstva financija deficit proračuna za prvih šest mjeseci ove godine iznosi 1,6 mlrd. kuna (0,4% projiciranog BDP-a) te je za 800 mil. kuna manji u odnosu na isto razdoblje lani. U promatranom razdoblju proračunski prihodi bili su za 3,5% viši, pri čemu su porezni prihodi porasli za 2,4%. Ukupni rashodi državnog proračuna u prvoj su polovici godine bili oko 2% viši nego lani. Rast rashoda za zaposlene (za 336 mil. kuna) rezultat je dogovora sa sindikatima državnih službenika i odluke Vlade da i zaposlenima u javnom sektoru od veljače osnovica plaća poraste za 2%. Ohrabruje činjenica da su se financijski rashodi smanjili za 226 mil. kuna (na 5,2 mlrd. kuna), a najvećim se dijelom odnose na kamate na državni dug. Na razini opće države odnosno kada se proračunu dodaju i rezultati izvanproračunskih korisnika i jedinica lokalne samouprave, ostvaren je suficit od 35 mil. kuna. Što se tiče fiskalnih očekivanja za ovu godinu, ostajemo pri opreznom stavu te očekujemo produbljenje fiskalnog deficita uglavnom zbog povećanja rashodne strane. Naime, Vlada je početkom kolovoza usvojila novi Zakon o hrvatskim braniteljima iz Domovinskog rata i članovima njihovih obitelji, koji je donio značajne izmjene u pogledu većih prava u tom segmentu. Za provedbu tih prava predviđeno je u ovoj i idućoj godini dodatnih gotovo pola milijarde kuna u proračunu. S obzirom na krhkost vladajuće koalicije koja nema stabilnu većinu u Saboru, ovakva izmjena zakona u korist proširenja prava branitelja otvara prostor i drugim interesnim skupinama u postavljanju svojih zahtjeva. U tom kontekstu i posljednji pregovori Vlade sa sindikatima javnih službi, koji između ostalog traže povećanje osnovice plaće za 15,2%, stvaraju dodatni pritisak na rashodnoj strani proračuna.

Kad govorimo o nužnosti provedbe reformi rashoda, kao najveću prepreku ponovo vidimo krhku strukturu Vlade. Heterogenost vladajuće koalicije ne ostavlja dovoljno mogućnosti za provedbu strukturnih reformi od zajedničkog interesa s obzirom na to da to ovisi o podršci stranaka s „različitim" političkim interesima koji su često usmjereni protiv reformi, pa time i potencijal za provođenje nužno potrebnih reformi ostaje ograničen. Kako očekujemo da će Vlada preživjeti cijeli četverogodišnji mandat, razdoblje gospodarskog rasta i oporavka odnosno faza ekspanzije poslovnog ciklusa kada se reforme mogu lakše provesti mogli bi i ovaj put biti propušteni.

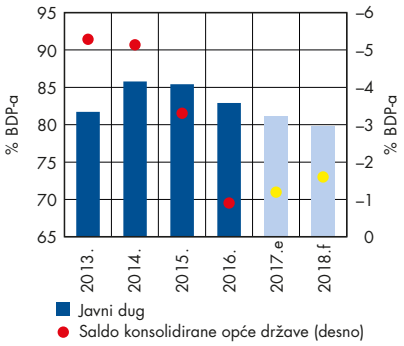
S druge strane, prihodna strana proračuna podržana je povoljnim kretanjima osobne potrošnje kao glavnim generatorom poreznih prihoda, odnosno prihoda od PDV-a kao najizdašnijeg proračunskog prihoda. Iako je unutar cjelovite refor-

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	Pozitivan	22.9.2017.

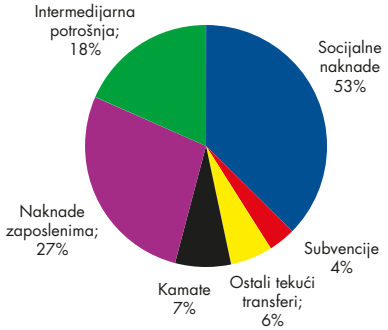
** na dugoročno zaduženje u stranoj valuti*
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



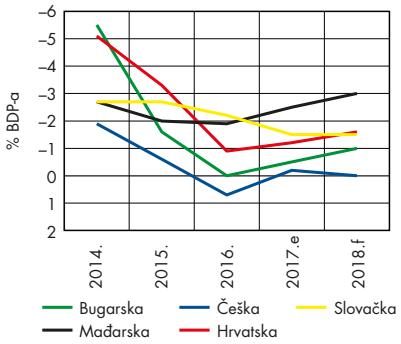
Izvori: Eurostat, DZS, Raiffeisen istraživanja

Struktura tekućih rashoda opće države, 2016.



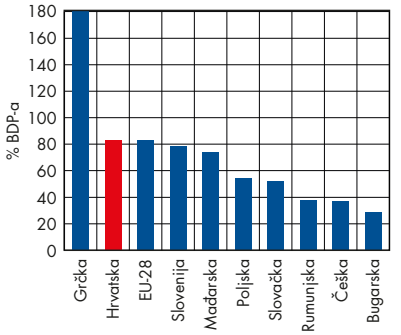
**GFS 2010 metodologija*
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Saldo konsolidirane opće države



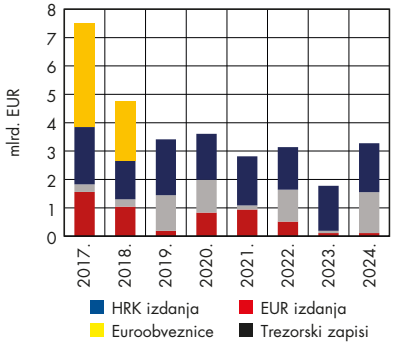
Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Javni dug, 2016.



Izvori: Eurostat, Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Dospijeće obveznica i trezorskih zapisa



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

me poreznog sustava, koja je stupila na snagu 1. siječnja ove godine, usvojen i propis kojim bi se od 1. siječnja 2018. trebao uvesti i porez na nekretnine, koji je trebao biti supstitut komunalne naknade uz ukidanje poreza na kuće za odmor i spomeničke rente, pod izrazitim pritiskom njegovo je uvođenje odgođeno. Preporuka za uvođenje te vrste poreza došla je od Europske komisije, no uslijed razmjerno slabe komunikacije taj je novi porez u javnosti percipiran kao povećanje porezne presije te je, kao i svaka druga nepopularna reformska mjera, gotovo automatski naišao na velik otpor. Kao pozitivnu stranu uvođenja ovog nameta vidimo potencijalno uvođenje reda na tržištu nekretnina i stavljanje neiskorištenih nekretnina u uporabu kao i povećanje priuštivosti samih nekretnina koje u konačnici utječe i na demografska kretanja. Kao jednu od prednosti uvođenja poreza na nekretnine vidimo i mogućnost prelijevanja oporezivanja rada na oporezivanje kapitala. Naime, za očekivati je da će veće porezno opterećenje nekretnina otvoriti prostor za smanjenje poreznog opterećenja dohotka od rada, što bi moglo rezultirati većim neto plaćama i/ili manjim troškom rada za poslodavce. Osim toga, porezna presija motivira vlasnike da se prazne nekretnine iznajme ili prodaju, što dovodi do dostupnijih cijena stanovanja. Ostaje nepoznanica u kojoj je mjeri najavljivani porez zaista i spreman ugledati svjetlo dana. Istodobno, također treba naglasiti da ako provedba poreza bude odgođena, povećava se mogućnost da se to za mandata ove Vlade niti ne dogodi s obzirom na to da će Vlada tada već ući u drugu polovicu mandata. Naposljetku, očekujemo da će deficit u ovoj godini ostati na razini blago iznad 1% BDP-a, s viškom u primarnoj bilanci treću godinu zaredom.

Povoljna kretanja i gospodarski oporavak potvrđeni su i nedavno objavljenim tzv. listopadskim izvješćem DZS-a o prekomjernome proračunskom manjku i razini duga opće države, prema kojem je u 2016. ukupni deficit konsolidirane opće države iznosio 0,9% BDP-a (u skladu s metodologijom ESA 2010). Prema istom izvješću, u prošloj godini zabilježen je daljnji rast primarnog suficita opće države na 7.959 mil. kuna (2,3% BDP-a). Slični trendovi nastavit će se i ove godine uglavnom zbog solidnog oporavka i posljedično snažnijih priljeva prihoda u proračun. Štoviše, rebalans proračuna za 2017. najavljen je za početak studenog zbog veće od očekivane naplate PDV-a i poreza na dobit što je, između ostalog, rezultat izvrsne turističke sezone te rasta dobiti kompanija i ograničenih tekućih rashoda. Ukratko, prijedlogom rebalansa proračuna deficit za 2017. bit će revidiran ispod 1% BDP-a sa prethodno procijenjenih 1,6%

Posljednji dostupni podaci o kretanju javnog duga u prvoj polovici godine, koje je krajem listopada objavio Eurostat, upućuju na nastavak povoljnih kretanja javnog duga, koja pozitivno utječu na smanjenje vanjske ranjivosti te poboljšanje ročne, kamatne i valutne strukture duga. U promatranom razdoblju udio javnog duga u BDP-u smanjio se za 1,8 postotnih bodova, na 81,9%. Navedena kretanja posljedica su i vrlo povoljnih kretanja u proračunskoj statistici. Osim toga, jačanje domaće valute u odnosu na euro utjecalo je na nominalni kunski izraz duga budući da je preko 70% obveza opće države u eurima ili vezano uz euro. Osim apsolutnog smanjenja obveza države, niži omjer posljedica je i nastavka rasta gospodarstva. Međutim, bez obzira na relativna poboljšanja u kretanju javnog duga, visoki troškovi servisiranja tijekom nadolazećeg razdoblja i dalje će izvršavati pritisak na javne financije. Iskorištavanje razdoblja povoljnih gospodarskih kretanja kao prilike za ostvarivanje proračunskih suficita i smanjenje javnog duga stvorilo bi širi prostor za protucikličko djelovanje u vrijeme nega-

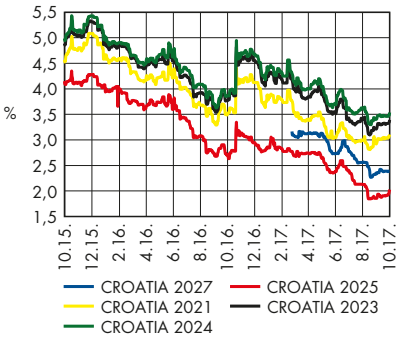
tivnih gospodarskih kretanja. U uvjetima gospodarskog rasta i solidnih priljeva u proračun, manjak opće države u 2017. prema našim očekivanjima mogao bi pasti na razinu oko 81% BDP-a. (u odnosu na 82,9% koliko je iznosio na kraju 2016.). Posljedično Hrvatska bi uz solidan primarni suficit trebala bilježiti pad udjela javnog duga u BDP-u. Ovdje je važno napomenuti kako javni dug na trenutačnim razinama i dalje ostaje značajna 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.

Stabilnost tečaja EUR/HRK i skromni inflatorni pritisci (značajno ispod 2%) nastavili su podržavati akomodativni stav monetarne politike koju provodi središnja banka. U takvim uvjetima prinosi na sekundarnom tržištu državnog duga zadržavali su se na niskim razinama. Sličan obrazac kretanja očekujemo i do kraja godine. To znači da će kamatne stope na tržištu novca kao i dugoročni prinosi biti podržani dovoljnom likvidnošću u sustavu koji ostaje na trenutačnim rekordno niskim razinama. Okruženje niskih kamatnih stopa, zajedno s poboljšanim fiskalnim pokazateljima, čini se vrlo povoljnim za predstojeće izdavanje lokalnih obveznica u kunama (u iznosu od najmanje 5,5 mlrd. kuna), a koje se očekuje tijekom posljednjeg tromjesečja. Institucionalni investitori, pri čemu prije svega mislimo na mirovinske fondove, i dalje će biti glavni kreatori potražnje/kretanja na duljem kraju domaće krivulje prinosa. Stabilni prinosi na trenutačnim niskim razinama zadržat će se vjerojatno i do kraja godine, pri čemu ne očekujemo da će novo izdanje utjecati na njihovo kretanje. Očekujemo da će kamatne stope na niskim razinama ostati i tijekom 2018. Normalizacija kamatnih stopa će se u Hrvatskoj odvijati postupno i to s izraženijim odmakom u odnosu na vodeće zemlje EU-a. U studenome na naplatu dolazi i 1,5 mlrd. kuna trezorskog zapisa koji je izdan u kolovozu uz prinos od 0,7%. Vlada će, već uobičajeno, dospjelo izdanje obnoviti zanavljanjem, pri čemu očekujemo pad prinosa na razinu oko 0,3%.

Hrvatske euroobveznice i u trećem ovogodišnjem tromjesečju nastavile su pratiti kretnje i sentiment tržišta regije JIE, što će se nastaviti i do kraja godine. Poboljšanje kreditnih izgleda nije se značajnije odrazilo na kretanje prinosa 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. Nastavak pozitivnih kretanja fiskalnih pokazatelja i gospodarskog rasta uz provođenje reformi pozitivno bi se odrazilo na kreditnu ocjenu države, a posljedično i na premiju rizika iskazanu u spreadu u odnosu na referentna međunarodna izdanja. Prema kalendaru rejting agencija Moody's sredinom studenoga na rasporedu ima Hrvatsku. Očekujemo da će nakon S&P-a i Moody's poboljšati izglede u pozitivne uz zadržavanje kreditne ocjene na trenutačnim razinama.

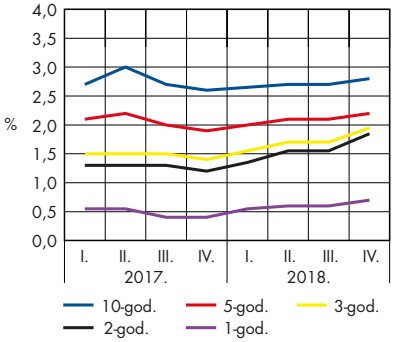
Elizabeta Sabolek Resanović

Prinosi na euroobveznice*



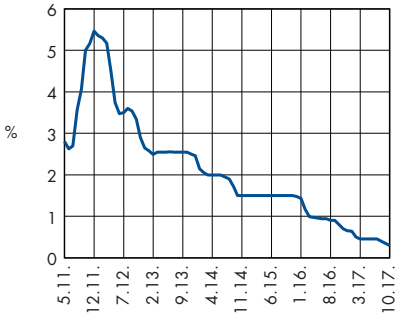
**bid prinos do dospijeća*
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na obveznice, kraj razdoblja



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Kamatna stopa na 1-godišnji kunski trezorski zapis

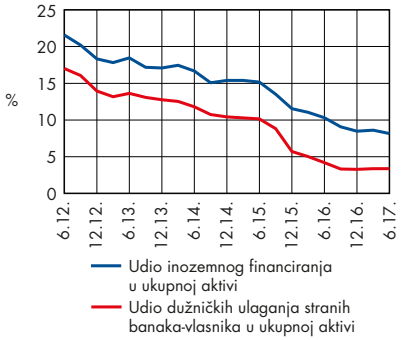


Izvori: MF, ZSE, Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Snižena profitabilnost banaka

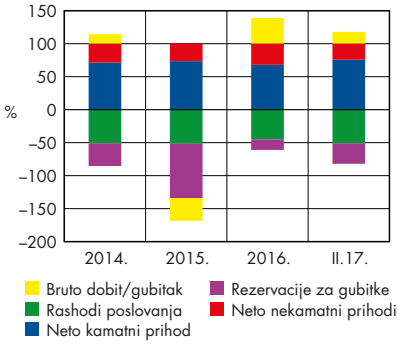
- **Preporuke regulatora bankama – ponudite potrošačima dugoročne kredite s fiksnom kamatnom stopom**
- **Gubici zbog Agrokora umanjili su rezultate poslovanja banaka za prvo polugodište**
- **Nastavak snižavanja učešća neprihodujućih kredita**

Dužnička ulaganja u hrvatske banke



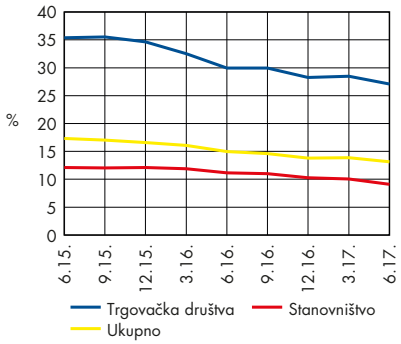
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Struktura rezultata poslovanja banaka, u % od ukupnog prihoda



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

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



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Krajem rujna lokalni regulator poslovanja banaka (HNB) objavio je "Preporuku za ublažavanje kamatnog (za potrošače) i kamatno induciranoga kreditnog rizika (za banke) pri dugoročnom kreditiranju potrošača". Bankama preporučuje da potrošačima koji imaju ugovorene promjenjive kamatne stope na kredite s preostalim rokom otplate dužim od sedam godina ponude promjenu ugovorene kamatne stope u fiksnu, i to bez dodatnih naknada za promjenu ili prijevremeno zatvaranje ugovora o kreditu. Također, preporučuju bankama da ponuda novih kredita potrošačima uvijek sadrži i ponudu s fiksnom kamatnom stopom bez obzira na rok otplate. Navedene preporuke odražavaju zabrinutost regulatora za održavanje financijske stabilnosti u slučaju da se tržišne kamatne stope značajno povećaju. No, kod kredita s rokom povrata dužim od sedam godina razlika u visini ponuđenih fiksnih u odnosu na promjenjive kamatne stope ubrzano raste s dužinom roka otplate. Stoga se potrošači odlučuju za ugovaranje promjenjive kamatne stope, a u početnom razdoblju otplate kredita, dok je cijena zaštite niska, koriste privremeno fiksirane kamatne stope kao zaštitu od kamatnog rizika. Nakon isteka razdoblja ugovorene zaštite korisnici kredita bi se mogli suočiti sa značajnim povećanjem otplatne rate kredita, ako se tržišne kamatne stope u međuvremenu povećaju.

Izbor potrošača ovisi o odnosu cijene i rizika, pa ne očekujemo da će preporuke HNB-a promijeniti strukturu potražnje potrošača za kreditima po kriteriju ugovorenih kamatnih stopa. No, ako HNB poveća strukturne repo aukcije, produži rokove do dospijeća i relaksira uvjete za kolaterale te time značajno poveća dugoročne izvore financiranja banaka s fiksnim kamatnim stopama, tada bi ponuda kredita potrošačima s fiksnom kamatnom stopom i s rokovima otplate od 10 do 30 godina mogla postati cjenovno konkurentna u odnosu na ponudu kredita s promjenjivim kamatnim stopama.

Nakon početnog šoka zbog dužničke krize u najvećem privatnom poduzeću u Hrvatskoj (Agrokor) i imenovanja posebnog povjerenika za upravljanje kompanijom u zakonskom razdoblju od najviše 15 mjeseci, tijekom kojeg je proglašen moratorij na otplatu dugova Agrokora, poslovanje koncerna je stabilizirano. Na osnovi preporuke regulatora banke su formirale dodatne rezervacije za gubitke na potraživanjima od članica grupe Agrokor te za gubitke na potraživanjima od komercijalno ovisnih poduzeća. Zbog dodatnih rezervacija rezultat poslovanja banaka za prvo polugodište niži je za 2/3 od rezultata ostvarenog u istom razdoblju lani. Početkom listopada objavljena su revidirana izvješća za grupu Agrokor. Potvrđeni su gubici iznad vrijednosti kapitala. Slijedi objava ukupnih dugova grupe, a zatim privremeni upravitelj može započeti pregovore s vjerovnicima oko namire potraživanja. Ako se pregovori riješe uspješno, utjecaj raščišćavanja problema u Agrokoru na stabilnost financijskog sustava mogao bi se zadržati na već utvrđenoj razini. U tom slučaju ne očekujemo dodatne rezervacije za potraživanja od Agrokora i od komercijalno ovisnih poduzeća. Međutim mogući su i drukčiji ishodi pregovora s vjerovnicima.

Anton Starčević

ESB i Fed smanjuju programe otkupa obveznica

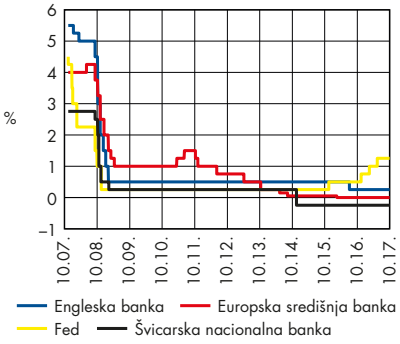
- **Eurozona: ESB smanjuje program otkupa obveznica od siječnja 2018.**
- **Kamatne stope ostaju još dulje vrijeme na niskim razinama**
- **SAD: U prosincu moguće još jedno podizanje kamatnih stopa, u 2018. tri**

Redovito zasjedanje Europske središnje banke krajem listopada proteklo je u skladu s očekivanjima. ESB je ostavio ključne kamatne stope nepromijenjenima uz naglasak kako će one ostati na trenutačnim niskim razinama još dulje razdoblje, čak i nakon završetka tekućeg programa mjesečnog otkupa obveznica. No, tržišta nisu očekivala promjene u kamatnim stopama, već je njihov fokus bio usmjeren na detalje budućeg odvijanja programa monetarnog popuštanja. Naime, ESB je sveukupno kreirao više od 2 bilijuna eura u nastojanju da pružanjem dodatne likvidnosti stimulira kreditnu aktivnost i snizi kamatne stope, a uz to i djeluje na povećanje inflacije u eurozoni. Od siječnja iduće godine program kupnje obveznica nastavit će se provoditi u prepolovljenom iznosu, odnosno bit će smanjen sa 60 na 30 mlrd. eura mjesečno te će trajati do rujna 2018. To je još jedan korak u postupnoj normalizaciji monetarne politike u eurozoni, a ESB je naglasio da će svoje poteze i u budućnosti provoditi oprezno, ostavljajući time prostora za produljenje trajanja programa ako to bude potrebno. Odluke donesene na ovom sastanku jasno su dale do znanja da će ESB nastaviti provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku i u nadolazećem razdoblju, a kamatne stope nastavit će se kretati na niskim razinama. Tako će monetarna politika još duže vrijeme imati jak utjecaj na kretanja u eurozoni. S druge strane, u SAD-u, Fed je odlučio zadržati raspon referentnih kamatnih stopa između 1,00 i 1,25%. Uz to, u skladu s očekivanjima najavljen je i početak smanjivanja bilance Feda. Bilanca Feda se od početka krize povećala otprilike pet puta te trenutačno iznosi oko 4,5 bilijuna dolara. Fed je s povećanjem bilance započeo 2008. u cilju pružanja dodatne likvidnosti gospodarstvu SAD-a za vrijeme krize, a, sukladno održivom gospodarskom oporavku, u posljednje tri godine nije bilo novih povećanja bilance, već se ona održavala na istoj razini. Fed nije kupovao nove obveznice, a sredstva primljena o dospijeću obveznica koje već drži u aktivi jednostavno bi se reinvestirala, odnosno iskoristila za ponovnu kupnju obveznica u istom iznosu.

Povoljni gospodarski uvjeti u SAD-u doveli su i do pritisaka na rast potrošačkih cijena, a Fed je nastavio s normalizacijom monetarne politike. Tako se od listopada ove godine sredstva koja Fed primi po dospijeću državnih i hipotekarnih obveznica iz aktive središnje banke više ne reinvestiraju u punom iznosu, već je obujam reinvestiranja smanjen za 10 mlrd. USD na mjesečnoj razini. Iznos smanjenja će rasti za dodatnih 10 mlrd. USD svaka tri mjeseca sve do četvrtog tromjesečja 2018. Tada bi, prema planu, ukupni iznos koji Fed reinvestira na mjesečnoj razini trebao biti manji za 50 mlrd. USD. Smatramo da Fed u cilju ima smanjiti svoj trenutačni portfolio obveznica vrijedan 4,3 bilijuna dolara na otprilike polovicu sadašnje vrijednosti. Taj će cilj, sukladno sadašnjem planu smanjenja bilance, postići u proljeće 2021. Što se tiče kamatnih stopa, veći dio tržišnih sudionika očekuje još jedno podizanje u iznosu od 0,25% krajem ove godine. U 2018. očekuju se ukupno tri podizanja kamatnih stopa. U prvom tromjesečju iduće godine očekujemo privremeni pad inflatornih pritisaka u SAD-u, stoga smatramo da će do prvog od tri očekivana podizanja referentnih kamatnih stopa doći na sastanku u lipnju, dok bi se druga dva podizanja u 2018. mogla dogoditi na sastancima u rujnu i prosincu.

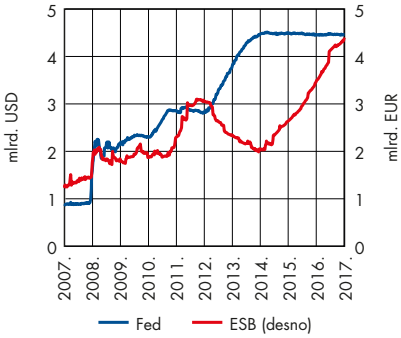
Viktor Viljevac, Gottfried Steindl, Jörg Angelé

Referentne kamatne stope



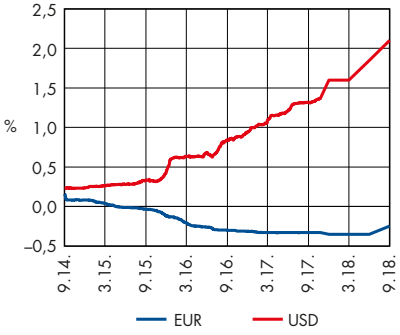
Izvori: Fed, ESB, BoE, SNB, Raiffeisen istraživanja

Bilance središnjih banaka



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Tromjesečne kamatne stope na novčanom tržištu

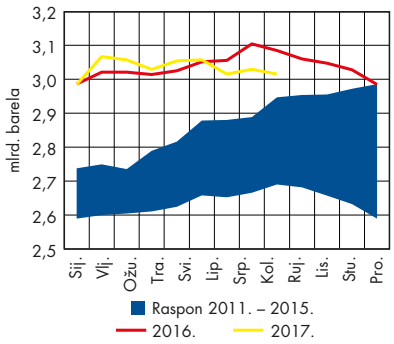


Izvori: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Više cijene nafte podržane rastom svjetske potražnje

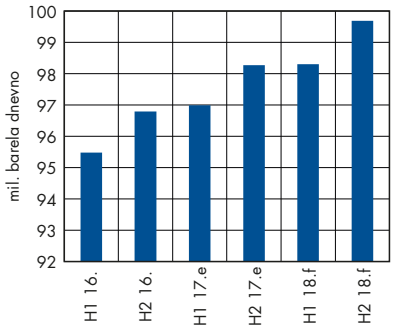
- **Snažna svjetska potražnja**
- **Pad zaliha sirove nafte trebao bi se nastaviti do kraja godine**
- **Do kraja četvrtog tromjesečja predviđamo umjereni rast cijena nafte tipa Brent**

Ukupne zalihe nafte OECD-a



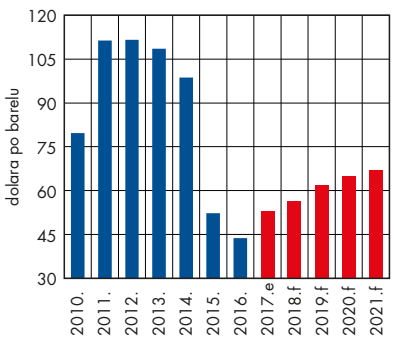
Izvori: Međunarodna agencija za energiju (IEA), Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Svjetska potražnja za naftom



Izvori: Međunarodna agencija za energiju (IEA), Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Prognoza cijena nafte – Brent*



** prosječna godišnja cijena*
Izvori: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

I dok je razdoblje od 2014. do 2016. bilo obilježeno gotovo kontinuiranim viškovima ponude nafte, od drugog tromjesečja 2017. visoke razine svjetskih zaliha nafte počele su se smanjivati. Iako se proces smanjivanja zaliha odvija sporije od onoga što je tržište očekivalo početkom godine, inicijativa OPEC-a usmjerena na reduciranje proizvodnje nafte polučila je rezultate. Cijena nafte tipa Brent tako se krajem listopada nalazila na razini od oko 58 dolara po barelu, na najvišoj razini u cijeloj 2017. i 13 dolara (gotovo 30%) višoj cijeni od cijena u lipnju, kada je dotaknuta najniža razina ove godine. Doprinos višim cijenama nafte dala je i činjenica da se nepridržavanje sporazuma od strane uključenih zemalja pokazalo manjom prijetnjom nego što je to u prošlosti znao biti slučaj. Prema podacima Međunarodne agencije za energiju (IEA), stopa provedbe sporazuma do sada je u prosjeku iznosila 86%, što znači da su zemlje koje sudjeluju u sporazumu u prosjeku smanjile proizvodnju za 86% dogovorenog iznosa. Očekivanja da OPEC-ova inicijativa ipak neće polučiti željene rezultate pojedini tržišni sudionici temelje na dosadašnjem rastu proizvodnje u Libiji i Nigeriji, dvije zemlje koje su izuzete iz sporazuma. Obje zemlje su od početka godine povećale svoju proizvodnju nafte usporavajući tako proces smanjivanja zaliha. Od početka godine Libija je povećala svoju proizvodnju za 60, a Nigerija za 15%, čime su te dvije zemlje uklonile 40% smanjenja ostvarenoga od strane zemalja uključenih u sporazum.

S druge strane, viša cijena nafte jednim se dijelom može pripisati kretanjima na strani potražnje. Uz izuzetak prvog tromjesečja ove godine, svjetska potražnja za naftom zabilježila je snažan porast na godišnjoj razini, stoga je Međunarodna agencija za energiju još jednom povećala svoju prognozu svjetske potražnje za naftom. Tako IEA za 2017. prognozira porast svjetske potražnje za naftom od 1,7% u odnosu na 2016., što je drugi najsnažniji rast u posljednjih pet godina. Kako su cijene nafte izložene kombinaciji faktora koja istodobno djeluje na porast, ali i na pad cijena, na tržištima i dalje postoji opravdana sumnjičavost vezana uz održivost viših cijena. Razumljivo, tome je pridonio i rast proizvodnje u SAD-u koji traje od listopada 2016. Američka agencija za energiju (EIA) predviđa da će dnevna proizvodnja u SAD-u na kraju 2017. biti 900.000 barela veća u odnosu na kraj 2016., dok za kraj 2018. predviđaju nešto blaži porast dnevne proizvodnje od 400.000 barela u usporedbi s krajem 2017. Ta se očekivanja velikim dijelom temelje na trenutačnim cijenama nafte. Naime, cijene nafte na tržištu SAD-a iznad 50 dolara po barelu čine isplativom i proizvodnju iz naftnih bušotina koje su manje troškovno učinkovite. Naposljetku, postoji velika neizvjesnost vezana uz prvu polovicu 2018. Zbog sezonskih čimbenika svjetska potražnja za naftom će u tom razdoblju biti znatno slabija u odnosu na drugu polovicu godine. Istodobno, unatoč špekulacijama o mogućem produžetku sporazuma o smanjenju proizvodnje (koje dodatno pojačavaju dobri odnosi između Saudijske Arabije i Rusije), na tržištu ipak prevladava mišljenje da se trajanje sporazuma neće produljiti nakon isteka u ožujku 2018. Sveukupno promatrano, ne očekujemo da će se cijene nafte tipa Brent uspjeti održati iznad 60 dolara po barelu prije drugog polugodišta 2018.

Viktor Viljevac, Hannes Loacker

Zagrebačka burza pod utjecajem razvoja situacije s Agrokorom

- **Za većinu dioničkih indeksa regije SIE očekujemo nastavak pozitivnog trenda**
- **Na Zagrebačkoj burzi dobri rezultati poslovanja u trećem tromjesečju**
- **Razvoj situacije s Agrokorom odrednica kretanja na Zagrebačkoj burzi u idućem razdoblju**

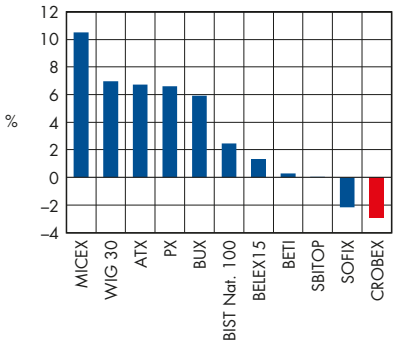
U proteklom tromjesečju dionički indeksi regije SIE uglavnom su rastom nadmašili zapadnoeuropska i američka tržišta, a predvodnik je bio MICEX, nakon nešto slabije izvedbe u prvoj polovici godine. Rast ruskog indeksa potaknula je rastuća cijena nafte, dok je poljski indeks WIG 30 profitirao od odličnih makroekonomskih pokazatelja i snažnog očekivanog rasta zarada kompanija. Negativna kretanja su zabilježili samo bugarski indeks BUX i hrvatski CROBEX.

Naime, ni u trećem tromjesečju na kretanja na Zagrebačkoj burzi nisu utjecali ohrabrujući gospodarski pokazatelji te je CROBEX imao najslabiju izvedbu u regiji SIE. Čak su i dionice turističkog sektora zabilježile negativna kretanja unatoč rekordnoj turističkoj sezoni i dobrim rezultatima poslovanja. Dionica Valamar Riviere je nakon snažnog rasta u srpnju i kolovozu izgubila na vrijednosti više od 5% nakon objave da kompanija odustaje od investicija najavljenih za 2018. (Valamar Pinia Family Suites u Poreču) zbog neizvjesne porezne politike. Sektorski gledano najviši rast su imale dionice sektora industrije, a dvoznamenkasti rast ostvarile su i dionice sektora transporta predvođene Uljanik plovidbom i Atlantskom plovidbom. S druge pak strane najveći gubitnik među sektorskim indeksima bio je CROBEXkonstrukt, čije su sve sastavnice zabilježile negativna kretanja na tromjesečnoj razini. Uvjerljivo najveći gubitnik tromjesečja je Viadukt, nad kojim je otvoren stečajni postupak.

Ukupni dionički promet se u odnosu na isto razdoblje 2016. značajno smanjio te je iznosio 6,6 mil. kuna dnevno u prosjeku, što možemo pripisati suspenziji trgovanja dionicama kompanija u sastavu Agrokora, ali i rezerviranosti investitora zbog neizvjesnosti oko raspleta situacije s Agrokorom te njezina utjecaja na šire segmente gospodarstva. U promatranom razdoblju najviše se trgovalo dionicama Valamar Riviere (ukupni promet 70,2 mil. kuna) i dionicama Hrvatskog telekoma (ukupni promet 56,4 mil. kuna). HT je krajem lipnja pokrenuo program otkupa vlastitih dionica, a trenutačno u vlasništvu imaju 136.065 dionica, odnosno 0,17% temeljnog kapitala. Kompanija planira poništiti stečene vlastite dionice krajem svake poslovne godine. Ukupna tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi na kraju tromjesečja iznosila je 141,3 mlrd. kuna, što predstavlja pad od 1,3% u odnosu na kraj 2016.

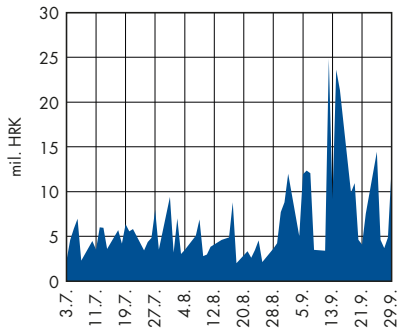
Rekordan broj noćenja ostvaren u prvih osam mjeseci ove godine rezultirao je vrlo dobrim rezultatima poslovanja ne samo turističkih kompanija već i kompanija povezanih sektora. Ipak, neizvjesnost oko ishoda procedure Izvanredne uprave u Agrokoru odnosno naplate potraživanja dobavljača je i dalje prisutna s obzirom na rezultate poslovanja Agrokorove maloprodajne mreže, koji

Regionalni indeksi – prinosi*



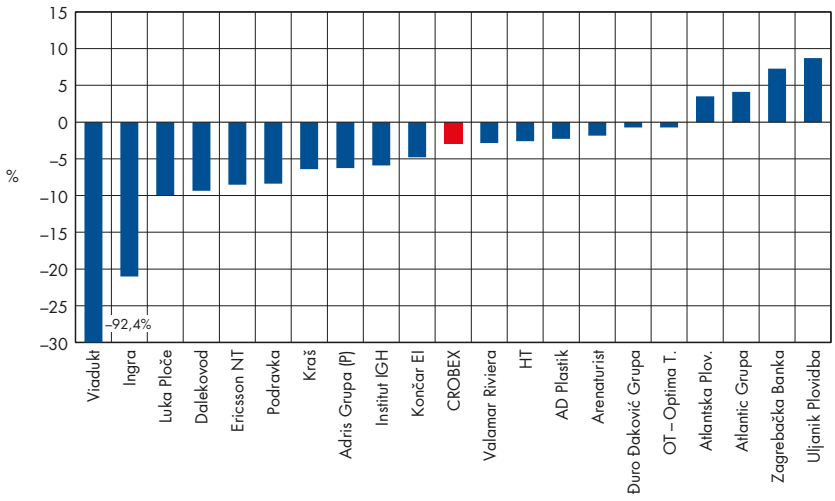
** u lokalnoj valuti na datum 30.6.2017. (18:30 sati)*
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Promet dionicama



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

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



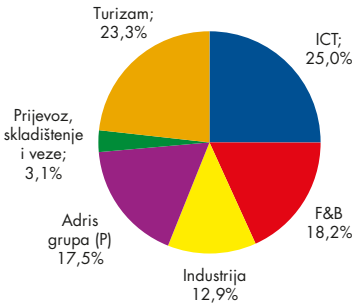
** povrati izračunani na datum 30.9.2017. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja*

Multiple CROBEX kompanija (rezultati za 1. polugodište 2017.)

Kompanija	PER	EV/ EBITDA
AD Plastik	11,52	6,84
Adris Grupa (P)	16,41	4,49
Arena Hospitality Group	neg.	743,37
Atlantic Grupa	15,18	8,17
Atlantska Plovidba	neg.	15,17
Dalekovod	25,02	9,76
Đuro Đaković Holding	neg.	36,54
Ericsson Nikola Tesla	15,83	9,09
Hrvatski Telekom	15,13	4,22
Ingra	6,40	n.a.
Institut IGH	neg.	n.a.
Končar-Elektroindustrija	13,92	6,63
Kraš	21,68	9,62
Luka Ploče	neg.	n.a.
OT-Optima Telekom	13,95	4,17
Podravka	19,03	8,72
Uljanik Plovidba	neg.	14,29
Valamar Riviera	18,73	14,76
Viadukt	neg.	n.a.
Zagrebačka Banka	15,16	n.a.
Valamar Riviera	15,3	13,4
Viadukt	77,9	4,3
Vupik	neg.	14,3
Zagrebačka banka	11,3	n.a.
Zagrebačka burza	neg.	neg.

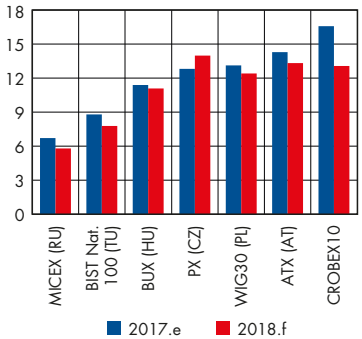
** u lokalnoj valuti na datum 20.10.2017. (18:30 sati)*
Izvori: ZSE, Raiffeisen istraživanja

Sektorski sastav CROBEX10



Izvori: ZSE, RBI/Raiffeisen istraživanja

PER dioničkih indeksa



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

u prvih osam mjeseci nisu obećavajući. 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 u 2017. mogli bi ostvariti niže marže zbog promotivnih prodaja u drugim maloprodajnim lancima, ali i zbog troškova ekspanzije na druga tržišta. S obzirom na to da je ciklus ulaganja u turističke kapacitete još uvijek u relativno visokoj fazi, i građevinske kompanije izvođači radova trebale bi profitirati, iako moguće uz pritisak na marže zbog nedostatka radne snage.

Gledano prema očekivanom P/E omjeru za CROBEX10 za 2017. (16,6x), hrvatsko dioničko tržište je relativno najmanje atraktivno u regiji SIE. Također, od početka godine udio stranih investitora u dionice na Zagrebačkoj burzi ima tendenciju smanjenja, što pripisujemo povećanoj percepciji rizika domaćeg tržišta vezano za situaciju s Agrokorom. Ukupno gledano, smatramo da će rasplet krize s Agrokorom uvelike odrediti zbivanja u nadolazećem razdoblju na Zagrebačkoj burzi, kako u smislu ostvarenih prometa (ukidanje suspenzije trgovanja dionicama kompanija u sastavu koncerna) tako i kretanja indeksa (konačni razmjeri otpisa potraživanja dobavljača). S obzirom na to da smatramo da je opstanak koncerna u trenutačnom sastavu malo vjerojatan, rezultati nagodbe će utjecati i na dinamiku potencijalnih preuzimanja i spajanja u sektoru maloprodaje te hrane i pića.

Profitabilnost kompanija poboljšava se globalno, a rast ekonomskih indikatora te zadržavanje ekspanzivne monetarne politike upućuju na nastavak pozitivnih kretanja na međunarodnim dioničkim tržištima kao i tržištima regije SIE. Što se tiče političke scene, očekujemo njezin značajniji utjecaj na razvijenim tržištima, a tek u manjoj mjeri na tržišta kapitala u regiji. S obzirom na relativno povoljno vrednovanje te očekivani nastavak rasta cijena nafte, do kraja 2017. očekujemo nastavak rasta ruskog MICEX-a, ali i većine ostalih regionalnih indeksa. Osim MICEX-a, relativno atraktivno su vrednovani turski BIST Nat. 100 te WIG 30 s očekivanim P/E omjerima od 8,8x odnosno 13,1x u 2017.

Ana Turudić

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomska istraživanja
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
Ana Turudić, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr

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
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 30. listopada 2017.
Publikacija odobrena od strane urednika: 3. studenoga 2017. u 09:00 sati
Predviđeno vrijeme prve objave: 3. studenoga 2017. u 11:00 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.