

RBAAnalize

broj 68
siječanj 2018.

Povoljni kratkoročni izgledi

- Solidan rast se nastavlja
- Stabilnost tečaja ispred svega
- Prema kraju ekstremno ekspanzivne monetarne politike
- U iščekivanju povećanja aktivnosti na Zagrebačkoj burzi



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Sopotnicki

www.rba.hr

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Kratkoročni izgledi ostaju povoljni	5
---	---

Realni sektor

Rast gospodarstva na krilima turizma	6
--	---

Tržište rada

Blaga poboljšanja na tržištu rada	7
---	---

Platna bilanca, inozemni dug

Bolja apsorpcija sredstava iz fondova EU u 2018.?	8
--	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Jačanje kune u odnosu na euro, ali i dosljednost HNB-a	9
--	---

Fiskalna politika i tržište duga

Izgledan (prvi) višak u proračunu opće države	11
---	----

Financijski sustav

Oporavak kreditiranja u uvjetima povijesno niskih kamatnih stopa	13
--	----

Politike središnjih banaka

Politike središnjih banaka – bez iznenađenja	14
--	----

Nafta

Pad zaliha i rast potražnje guraju cijene prema višim razinama	15
--	----

Tržište dionica

Povoljnija kretanja na ZSE očekujemo u drugoj polovici 2018.	16
---	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.e	2018.f	2019.f	2020.f
BDP i proizvodnja								
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-0,6	-0,1	2,3	3,2	2,9	2,3	2,5	2,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	43.754	43.416	44.525	46.381	48.823	50.845	52.964	54.559
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.281	10.245	10.591	11.112	11.742	12.267	12.803	13.201
Trgovina na malo, % promjena, realno	-0,5	0,4	2,4	4,0	4,5	3,0	3,5	3,0
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	-1,8	1,2	2,7	5,3	2,7	2,5	2,7	2,0
Cijene, nezaposlenost i proračun								
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,2	1,3	1,5	1,8
%, prosjek	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,4	2,0	2,0
Proizvođačke cijene ¹ , %, kraj razdoblja	-2,6	-3,4	-4,4	-0,1	2,1	2,5	2,1	2,2
%, prosjek	0,5	-2,7	-3,9	-4,1	2,1	2,8	2,4	2,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	20,2	19,6	17,0	14,8	12,4	11,7	10,6	9,8
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	17,3	17,3	16,2	13,1	11,7	11,1	10,2	9,3
Prosječna neto plaća, u HRK	5.515	5.534	5.594	5.685	6.015	6.153	6.264	6.370
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-5,3	-5,1	-3,3	-0,9	-0,5	-1,0	-1,3	-1,5
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	270,8	284,2	289,6	289,1	290,3	293,6	296,7	301,5
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	81,7	85,8	85,4	82,7	79,8	77,4	74,9	73,2
Bilanca plaćanja i dug								
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	18.768	19.677	21.472	22.776	24.958	26.530	28.387	29.722
% promjena	2,5	4,8	9,1	6,1	9,6	6,3	7,0	4,7
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	18.599	18.849	20.439	21.429	23.554	24.820	26.433	27.252
% promjena	2,6	1,3	8,4	4,8	9,9	5,4	6,5	3,1
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	0,9	2,0	4,5	2,5	3,7	2,2	2,5	2,6
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	12.908	12.688	13.707	13.514	16.200	16.500	16.600	16.650
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	8,3	8,1	8,0	7,6	8,3	8,0	7,5	7,3
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	737	2.297	189	1.699	1.750	1.104	2.000	1.500
Noćenja turista, % promjena	3,4	2,6	7,8	9,1	10,5	4,8	4,5	4,0
Inozemni dug, mlrd. EUR	45,8	46,4	45,4	41,7	40,3	40,5	40,4	41,1
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	104,7	106,9	101,9	89,8	82,5	79,7	76,3	75,3
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	244,1	235,9	211,4	182,9	161,5	152,7	142,3	138,3
Financijski pokazatelji								
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,55	6,30	6,99	7,17	6,36	6,05	5,68	5,55
pr, USD/HRK	5,71	5,75	6,86	6,80	6,54	6,22	5,84	5,55
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,64	7,66	7,64	7,56	7,50	7,50	7,50	7,55
pr, EUR/HRK	7,57	7,63	7,61	7,53	7,45	7,46	7,48	7,55
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	57,9	63,4	70,6	83,5	97,2	101,4	104,7	107,3
% promjena	11,5	9,6	11,4	18,2	16,5	4,3	3,3	2,5
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	264,8	273,2	287,3	300,9	312,3	320,5	327,8	334,1
% promjena	4,0	3,2	5,2	4,7	3,8	2,6	2,3	1,9
Plasmani, mlrd. HRK, kr	240,8	237,0	230,0	221,5	218,2	221,5	226,1	230,6
% promjena	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,5	1,5	2,1	2,0
ZIBOR 3m, %, pr	1,5	1,0	1,2	0,9	0,6	0,6	0,8	1,4
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	2,5	1,9	1,4	0,9	0,5	0,3	0,6	0,9

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 (%)

	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
Poljska	2,7	4,4	4,1	3,6
Mađarska	2,0	3,8	3,6	3,2
Češka	2,6	4,4	3,3	3,2
Slovačka	3,3	3,3	4,0	4,0
Slovenija	3,1	4,8	3,8	2,8
SE	2,7	4,2	3,8	3,5
Hrvatska	3,2	2,9	2,3	2,5
Bugarska	3,9	4,0	4,2	4,0
Rumunjska	4,8	6,8	4,2	3,5
Srbija	2,8	1,8	2,5	2,5
BiH	3,2	2,5	2,8	3,0
Albanija	3,4	4,0	4,0	3,8
JIE	4,1	5,0	3,7	3,3
Rusija	-0,2	1,8	1,5	1,5
Ukrajina	2,3	1,9	2,5	3,0
Bjelorusija	-2,6	2,0	1,5	2,0
IE	-0,1	1,8	1,6	1,6
SIE	1,4	3,1	2,6	2,5
Austrija	1,5	3,2	2,6	1,6
Njemačka	1,9	2,5	2,2	1,6
Eurozona	1,8	2,4	2,5	1,7
SAD	1,5	2,4	2,5	2,0

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
Poljska	-0,6	2,0	2,3	2,6
Mađarska	0,2	2,4	3,0	3,1
Češka	0,7	2,5	2,6	2,1
Slovačka	-0,5	1,3	2,1	2,0
Slovenija	-0,2	1,5	1,8	2,3
SE	-0,2	2,1	2,4	2,5
Hrvatska	-1,1	1,1	1,4	2,0
Bugarska	-0,8	1,9	2,6	3,1
Rumunjska	-1,5	1,3	4,3	3,3
Srbija	1,2	3,1	2,9	2,9
BiH	-1,1	1,3	1,8	2,0
Albanija	1,3	2,0	2,4	3,0
JIE	-0,9	1,6	3,3	2,9
Rusija	7,1	3,6	3,5	4,3
Ukrajina	13,9	14,4	9,2	5,6
Bjelorusija	12,0	8,0	7,5	8,0
IE	7,7	4,5	4,0	4,5
SIE	3,9	3,3	3,4	3,6
Austrija	1,0	2,2	2,1	2,1
Njemačka	0,4	1,7	1,9	2,2
Eurozona	0,2	1,5	1,3	1,7
SAD	1,2	2,2	2,3	2,5

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
Poljska	-5,5	2,4	7,1	6,9
Mađarska	-15,5	21,7	8,0	6,0
Češka	-2,4	5,9	8,7	5,6
Slovačka	-9,3	-1,5	15,9	3,0
Slovenija	-3,6	n.v.	n.v.	n.v.
SE	-6,5	5,2	8,1	5,8
Hrvatska	5,3	4,0	6,0	4,5
Bugarska	-6,6	3,5	4,5	5,0
Rumunjska	-3,3	4,0	6,0	7,0
Srbija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
BiH	10,8	5,8	8,0	9,5
Albanija	7,1	n.v.	n.v.	n.v.
JIE	-1,1	3,4	4,9	5,4
Rusija	-1,4	4,8	4,0	n.v.
Ukrajina	20,1	25,0	10,0	5,0
Bjelorusija	-16,7	0,5	n.v.	n.v.
IE	-0,5	6,0	4,3	0,3
SIE	-2,6	5,4	5,6	2,9
Austrija	3,7	5,4	3,6	2,2
Njemačka	2,9	2,1	n.v.	n.v.
Eurozona	3,0	4,1	4,5	2,0
SAD	0,7	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
Poljska	-0,3	-0,3	-1,0	-1,4
Mađarska	5,4	3,2	2,9	2,7
Češka	1,1	1,1	0,7	0,4
Slovačka	-0,6	-0,6	0,1	1,2
Slovenija	5,2	6,5	6,3	5,5
SE	0,7	0,4	0,0	-0,2
Hrvatska	2,5	3,7	2,2	2,5
Bugarska	3,7	6,9	5,5	4,4
Rumunjska	-2,4	-3,3	-4,0	-4,3
Srbija	-3,9	-4,0	-4,2	-4,0
BiH	-4,4	-5,0	-5,9	-6,4
Albanija	-9,1	-9,2	-9,4	-7,9
JIE	-1,4	-1,3	-2,2	-2,4
Rusija	1,7	2,0	3,8	2,8
Ukrajina	-4,1	-3,4	-4,2	-4,4
Bjelorusija	-3,6	-3,5	-3,3	-3,2
IE	1,2	1,5	3,0	2,2
SIE	0,7	0,8	1,3	0,7
Austrija	2,1	1,7	1,7	1,5
Njemačka	8,2	7,5	7,5	7,0
Eurozona	3,3	3,1	2,8	2,7
SAD	-2,4	-2,5	-2,5	-2,5

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
Poljska	-2,4	-1,7	-1,8	-1,9
Mađarska	-2,0	-2,5	-3,0	-3,0
Češka	0,6	0,0	-0,7	-0,4
Slovačka	-1,7	-1,5	-1,5	-1,5
Slovenija	-1,9	-0,9	-0,7	-0,5
SE	-1,6	-1,4	-1,6	-1,6
Hrvatska	-0,9	-0,5	-1,0	-1,3
Bugarska	1,6	-0,5	-1,0	-1,5
Rumunjska	-3,0	-3,0	-3,5	-3,0
Srbija	-1,3	-0,5	-0,8	-1,0
BiH	1,2	1,0	-0,5	0,5
Albanija	-2,5	-2,0	-2,0	-1,0
JIE	-1,6	-1,8	-2,3	-2,1
Rusija	-3,7	-2,5	-2,0	-1,5
Ukrajina	-2,9	-3,1	-2,6	-2,2
Bjelorusija	1,5	1,0	1,0	0,5
IE	-3,5	-2,4	-1,9	-1,5
SIE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	-1,6	-0,7	-0,7	-0,6
Njemačka	0,8	0,5	0,3	0,5
Eurozona	-1,5	-1,1	-0,9	-0,8
SAD	-3,2	-3,5	-2,6	-3,0

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
Poljska	54,3	52,6	51,3	50,5
Mađarska	73,9	72,9	71,9	71,1
Češka	37,9	34,3	33,1	31,8
Slovačka	51,9	52,0	50,9	49,5
Slovenija	78,5	76,2	74,7	73,9
SE	54,4	52,5	51,3	50,4
Hrvatska	82,7	79,8	77,4	74,9
Bugarska	29,1	25,0	25,0	26,0
Rumunjska	37,6	36,7	37,2	37,9
Srbija	71,6	62,8	60,5	57,5
BiH	40,4	40,8	40,0	41,5
Albanija	71,0	71,0	69,0	65,0
JIE	47,1	44,7	44,3	44,1
Rusija	13,5	13,0	13,0	13,2
Ukrajina	76,1	70,1	62,9	59,5
Bjelorusija	39,0	39,0	40,5	40,5
IE	18,4	17,6	17,0	17,1
SIE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	83,6	77,9	75,1	72,8
Njemačka	68,1	65,8	63,3	61,3
Eurozona	88,9	87,2	85,2	83,3
SAD	105,5	105,6	104,9	104,7

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
Poljska	74,5	72,7	71,1	65,6
Mađarska	98,3	88,2	83,1	77,4
Češka	73,9	89,6	86,6	83,5
Slovačka	88,8	96,2	93,8	91,5
Slovenija	110,9	99,2	95,1	90,3
SE	66,7	68,1	66,2	62,0
Hrvatska	89,8	82,5	79,7	76,3
Bugarska	72,1	63,7	61,3	60,4
Rumunjska	54,8	50,8	50,4	51,2
Srbija	74,2	66,7	63,9	62,5
BiH	54,3	54,8	54,2	53,1
Albanija	71,7	67,4	64,7	59,8
JIE	64,4	59,1	57,7	57,1
Rusija	39,0	29,3	25,8	22,6
Ukrajina	121,7	102,4	93,3	88,5
Bjelorusija	79,3	73,4	73,7	73,0
IE	45,8	35,2	31,8	28,6
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	127,7	124,5	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjek)

	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
Poljska	4,36	4,26	4,16	4,20
Mađarska	311,47	309,47	316,78	320,00
Češka	27,03	26,37	25,16	24,94
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
Hrvatska	7,53	7,45	7,46	7,48
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,49	4,57	4,67	4,68
Srbija	123,13	121,42	121,18	123,25
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	137,33	134,20	134,55	135,88
Rusija	74,14	66,42	73,62	81,77
Ukrajina	28,27	30,31	33,26	36,97
Bjelorusija	2,20	2,20	2,51	2,88
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	euro	euro	euro	euro
SAD	1,11	1,14	1,20	1,28

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	BBB-	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	AA+	Aaa	AAA
SAD	AA+	Aaa	AAA

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

Kratkoročni izgledi ostaju povoljni

Oporavak gospodarske aktivnosti predvođen izvozom roba i usluga te osobnom potrošnjom nastavljen je tijekom trećeg tromjesečja, potvrđujući da se oporavak gospodarske aktivnosti u prošloj godini nastavio po približno istim stopama kao i u 2016. Rast izvoza roba i usluga kao i osobne potrošnje nadmašio je i najoptimističnija očekivanja neutralizirajući zabilježeno usporavanje investicijske aktivnosti, ali ujedno generirajući rast uvoza roba. Izgledno je da je dio investicijske aktivnosti obuzdano krizom u Agrokoru, ali i nižom investicijskom aktivnošću javnog sektora koji je suprotno prvotnim očekivanjima i najavama zabilježio skromnije povlačenje sredstava iz fondova Europske unije. Naposljetku državna potrošnja nastavila je svoj rast započet sredinom 2015.

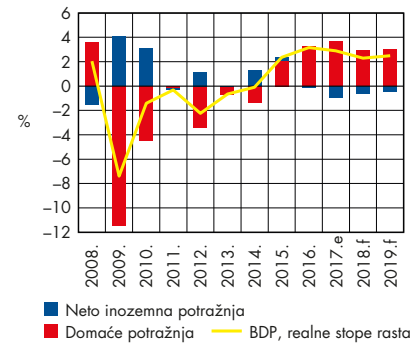
Kratkoročni izgledi hrvatskog gospodarstva ostaju poprilično povoljni osobito uzimajući u obzir vanjsko okruženje, solidne izgleda rasta gospodarstva najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera i niske kamatne stope. Projicirano usporavanje gospodarske aktivnosti u 2018. osim na učinku baznog razdoblja temeljimo i na možebitnoj materijalizaciji određenih negativnih učinaka povezanih s Agrokorum. U suprotnom gospodarski rast bi se mogao i treću godinu za redom približiti razini od 3 posto. U svakom slučaju u realnim iznosima, nakon gotovo deset godina, gospodarstvo bi trebalo doseći razinu iz 2008. godine. Povratak međutim nije temeljen na novom zaduživanju već suprotno na razduživanju većine sektora.

Na krilima oporavka domaće i inozemne potražnje državni proračun se i u 2017. godini punio bolje od očekivanja. Uz obuzdavanje rashoda, prema navodima iz Ministarstva financija, po prvi put u povijesti zabilježili smo višak na razini opće države. Fiskalnu konsolidaciju odražava i daljnji pad javnog duga, ali i namjera Vlade da poboljša strukturu javnog duga kroz financijsko restrukturiranje duga cestovnog sektora. Vanjska ranjivost iskazana kroz platnu bilancu i pokazatelje inozemne zaduženosti nastavila se također smanjivati. Slične, pozitivne trendove moguće je očekivati i u 2018. Stoga i ne iznenađuje prvo podizanje dugoročnog kreditnog rejtinga nakon prosinca 2004. Unatoč poboljšanju kreditnog rejtinga ocjena sposobnosti podmirivanja dugoročnih obveza RH i dalje se nalazi u špekulativnom razredu naglašavajući potrebu za nastavkom fiskalne konsolidacije, ali i stvaranjem preduvjeta za održiviji i snažniji gospodarski rast koji su uglavnom uvjetovani dobro poznatim strukturnim reformama i jačanjem vladavine prava. Stoga je daljnje poboljšanje i fundamenta i rejtinga važno osobito u trenutku kada započne stezanje monetarne politike i u eurozoni i u Hrvatskoj jer će povećanje kamatnih stopa (troškova zaduživanja) u tom slučaju biti relativno niže.

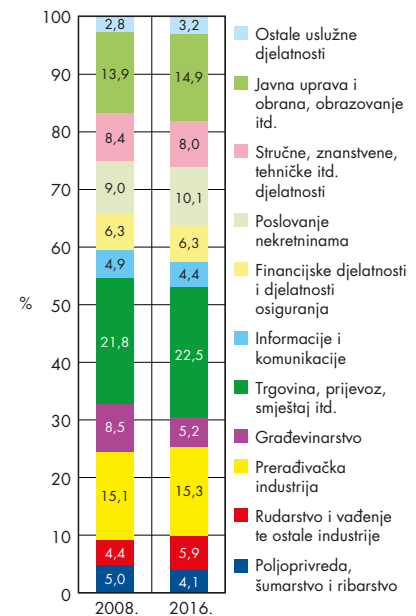
Za sada izgledi za snažnije stezanje monetarnih politika u 2018. ostaju niski. Drugim riječima likvidnost će na svjetskim globalnim tržištima ostati visoka čak i uz najavljeno smanjenje bilanci FED-a i ESB-a. Prve pomake u kamatnim stopama na euro području, pod uvjetom jačanja inflatornih pritisaka možemo očekivati na kraju godine, dok bi se prelijevanje učinaka na hrvatsko tržište i stezanje monetarne politike moglo dogoditi za 2019. Naime, unatoč ogromnoj likvidnosti i oporavku domaće potražnje inflacija će ostati umjerena. Središnja banka će u takvim uvjetima ostati dosljedna u politici stabilnosti tečaja, dok će akomodativni karakter monetarne politike omogućavati daljnji pritisak na pad kamatnih stopa.

Zrinka Živković Matijević

Realna godišnja promjena BDP-a i doprinosi rasti



Struktura BDV-a



Krediti rejting Republike Hrvatske

	Dugoročno zaduživanje			
	Strana valuta		Domaća valuta	
	Ocj.	Trend	Ocj.	Trend
Fitch Ratings	BB+	Stabilan	BB+	Stabilan
Moody's	Ba2	Stabilan	Ba2	Stabilan
Standard & Poor's	BB	Pozitivan	BB	Pozitivan

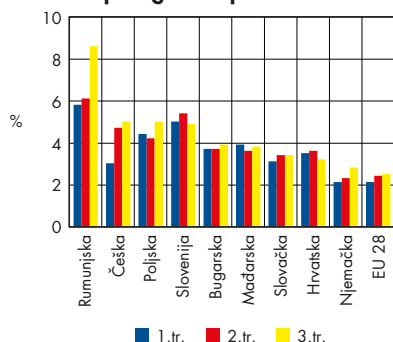
* na dan 22. siječnja 2018.

Izvori: rating agencije, Raiffeisen istraživanja

Rast gospodarstva na krilima turizma

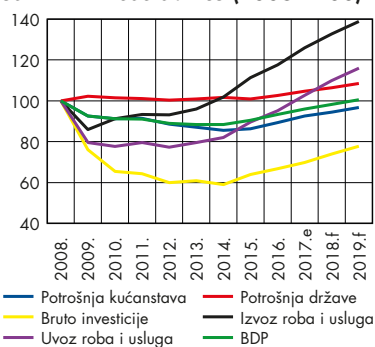
- Povoljni kratkoročni izgledi gospodarske aktivnosti
- Izvoz i osobna potrošnja ostaju predvodnici rasta

BDP realna godišnja stopa rasta, sezonski prilagođeni podaci



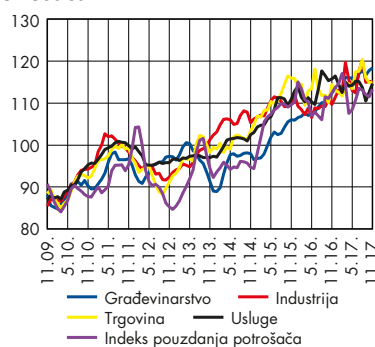
Izvori: Eurostat, DZS, Raiffeisen istraživanja

Realni BDP i sastavnice (2008 = 100)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Poslovni optimizam i pouzdanje potrošača



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

U skladu s očekivanjima, gospodarski rast u godini iza nas nastavljen je sličnom dinamikom kao i 2016. Iz tromjesečja u tromjesečje stabilne stope rasta prvenstveno su bile rezultat povećanja ukupnog izvoza i rasta osobne potrošnje. Štoviše, obje komponente nadmašile su očekivanja i tako neutralizirale usporavanje investicija, posebice onih u javnom sektoru, odnosno investicija vezanih uz korištenje sredstava fondova EU. Prvi dostupni visokofrekventni pokazatelji upućuju na nastavak gospodarskog rasta i u posljednjem prošlogodišnjem tromjesečju (iako nešto sporijom dinamikom) stoga će prema našim očekivanjima realni godišnji rast u prošloj godini dosegnuti 2,9%. Kratkoročni izgledi kretanja gospodarstva u cjelini ostaju i dalje povoljni, posebice s obzirom na vanjsko okruženje tj. poboljšanu vanjsku potražnju i produljeno razdoblje okruženja niskih kamatnih stopa. Osim baznog učinka, očekivano usporavanje u ovoj godini prvenstveno je povezano s (urednim) restrukturiranjem Agrokora što je do sada imalo ograničen utjecaj na cjelokupno gospodarstvo. I dalje ostajemo pri našim očekivanjima kako će godina pred nama u tom pogledu biti zahtjevnija i izloženija negativnim rizicima. Međutim, ishod situacije oko Agrokora i dalje ostaje velika nepoznanica. U slučaju pozitivnog ishoda godišnja stopa rasta BDP-a mogla bi se i u ovoj godini, i treću godinu za redom, približiti razini od 3%. U svakom slučaju, negativni jaz BDP-a će se zatvoriti do kraja godine.

Očekujemo da će i u ovoj godini glavni pokretači rasta biti rastući izvoz roba i usluga no pozitivan doprinos dolaziti će i od ostalih sastavnica domaće potražnje. Rastući optimizam na europskim i regionalnim tržištima, u kombinaciji s pozitivnijim prognozama rasta glavnih hrvatskih trgovinskih partnera, potiče očekivanja da će izvoz zadržati zdravi rast u nadolazećem razdoblju. Međutim, kako smo već navikli, relativno velika ovisnost o uvozu rezultirat će negativnim doprinosima neto izvoza. Pri tome ne isključujemo mogućnost da stope rasta izvoza i uvoza nadmaše očekivanja pri čemu će glavni pokretač rasta biti inozemna potražnja. Što se tiče najveće komponente BDP-a, potrošnje kućanstava, očekujemo nastavak solidnih stopa rasta, posebice u prvoj polovici godine. Osim turizma i posljedično prelijevanja pozitivnih učinaka na cjelokupno gospodarstvo, nedostatak radne snage u određenim djelatnostima će stvoriti daljnji pritisak na plaće. Štoviše, Vlada je već poduprla potrošnju podizanjem minimalne plaće i plaća u javnom sektoru. Konačno, projekti financirani sredstvima fondova EU-a za koje se očekuje bolja iskorištenost tijekom 2018. godine, kao i ulaganja privatnog sektora (prvenstveno u turizmu) ostat će generatori rasta investicija. Uspoređujući dinamiku rasta gospodarstva Hrvatske s ostalim članicama EU primjetno je da Hrvatska nastavlja rasti iznad prosjeka EU. Međutim, u odnosu na većinu država srednje i istočne Europe stope rasta su slabije i upozoravaju na daljnje komparativno zaostajanje. U tom smislu neupitna ostaje činjenica kako je za dugoročan, stabilni, održivi i veći rast Hrvatskoj nužno potrebna provedba reformi. Naime, konstantan izostanak i odgađanje jasno definiranih strukturnih reformi osnovni su razlozi vrlo sporog oporavka Hrvatske kojoj je, u smislu ekonomskog razvoja, trebalo desetljeće za povratak na razinu iz pretkriznih godina (2008.).

Elizabeta Sabolek Resanović

Blaga poboljšanja na tržištu rada

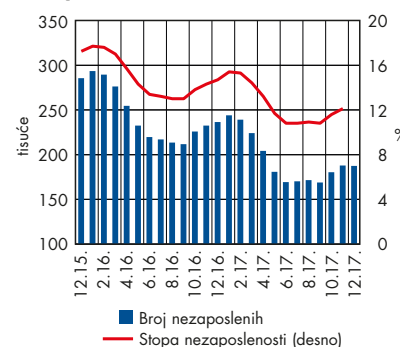
- Pad registrirane nezaposlenosti, blagi rast zaposlenosti
- Strukturni problemi tržišta rada ostaju izazov

Hrvatsko tržište rada u 2017. obilježio je pad registrirane stope nezaposlenosti tijekom ljetnih mjeseci na povijesno niskih 10,8%. Završetkom središnjeg dijela turističke sezone došlo je i do uobičajenog porasta nezaposlenosti, a prosječna je stopa nezaposlenosti u posljednjem tromjesečju iznosila 12%. Desezonirani podaci, kod kojih se pad nezaposlenosti u sezonskim mjesecima raspodjeljuje u mjesece izvan sezone kada je nezaposlenost viša da bi se lakše uočilo kretanje trenda, upućuju na to da su stopa nezaposlenosti i broj nezaposlenih kroz 2017. kontinuirano opadali. I u ovoj godini očekujemo smanjivanje nezaposlenosti sukladno pozitivnim makroekonomskim kretanjima, iako sporijom dinamikom nego u 2017. Pri tome bi se službena stopa nezaposlenosti tijekom ljetnih mjeseci mogla spustiti i ispod 10 posto. U strukturi nezaposlenih osoba primjetno je da je udio dugotrajno nezaposlenih u ukupnom broju nezaposlenih na godišnjoj razini pao. Tako je prosječan udio dugotrajno nezaposlenih u posljednjem tromjesečju iznosio 43,8%, što u odnosu na isto razdoblje 2016. predstavlja pad za 3,5pb. S druge strane, udio nezaposlenih u najproduktivnijoj dobi (22–44) i dalje ostaje visok te je u promatranom tromjesečju iznosio prosječnih 52%. Uzevši u obzir da je u posljednjih nekoliko godina došlo do izmjena u tretmanu nezaposlenih te jačanja emigracijskih kretanja, pad stope nezaposlenosti predstavlja tek dio stvarne slike hrvatskog tržišta rada. Izlazak iz evidencije nezaposlenih radi "Odvjave s evidencije i nejavljanja" i "Nepridržavanja zakonskih odredbi" je i u 2017. dao znatan doprinos padu stope nezaposlenosti, pri čemu ne postoji službena i precizna evidencija o emigraciji. Pogled na zaposlenost također ne omogućava donošenje jednoznačnog zaključka. Naime, kod kretanja zaposlenosti moguće je promatrati broj zaposlenih koje evidentira DZS i broj osiguranika koje evidentira HZMO¹. Tako je prosječan broj zaposlenih pri DZS-u u 2017. iznosio 1,366 milijuna i bio je za 24 tisuće niži u odnosu na prosjek 2016., dok je HZMO u 2017. imao prosječno 1,488 milijuna zaposlenih (osiguranika), što je porast od 27 tisuća u odnosu na prosjek 2016. Prosječan broj zaposlenih kod DZS-a se tako, unatoč promjeni metodologije od siječnja 2015. koja je povećala broj zaposlenih, nalazi na izuzetno niskim povijesnim razinama, dok je prosječan broj zaposlenih kod HZMO-a na najvišoj razini u posljednjih 7 godina. U obzir treba uzeti da su podaci DZS-a privremeni te da konačni podaci mogu rezultirati rastom broja zaposlenih kao što je to bio slučaj s konačnim podacima za 2016. Konačno, neovisno o mjeri zaposlenosti koja se promatra, ostaje činjenica da se Hrvatska prema pokazateljima tržišta rada nalazi na začelju EU, a slabosti tržišta rada uvelike određuju potencijal rasta BDP-a i plaća. Tu se ponovno javlja stara priča o strukturnim problemima neusklađenosti ponude i potražnje, padu radno sposobnog stanovništva, kao i procesu demografskog starenja. Stoga suočavanje s problemima gubitka jednog od najvrjednijih resursa rasta, rada, ostaje golem izazov nositeljima ekonomske politike i u narednom razdoblju.

Viktor Viljevac

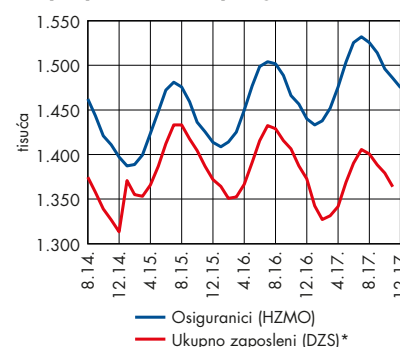
¹ DZS pod zaposlene u pravnim osobama broji sve osobe koje su zasnovala radni odnos s poslodavcem temeljen na ugovoru o radu. HZMO s druge strane evidentira "Radnike kod pravnih osoba", pod koje uz zaposlene na ugovor o radu ulaze i sve druge kategorije koje su obveznici plaćanja doprinosa za mirovinsko osiguranje, primjerice osobe na stručnom osposobljavanju, samostalni uplatitelji doprinosa i zapošljavanja izvan RH.

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 RESEARCH/RBI

Registrirana stopa nezaposlenosti

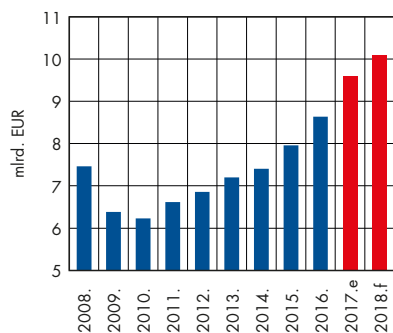


Izvori: DZS, HNB, Raiffeisen istraživanja

Bolja apsorpcija sredstava iz fondova EU u 2018.?

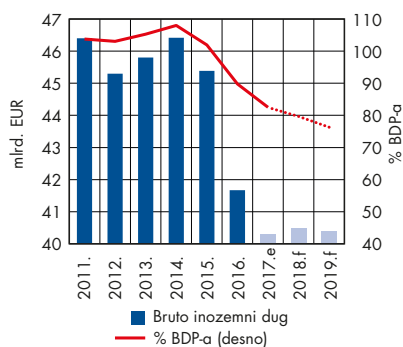
- Poboljšanje pokazatelja inozemne zaduženosti
- Solidan rast viška na računima platne bilance

Prihodi od turizma



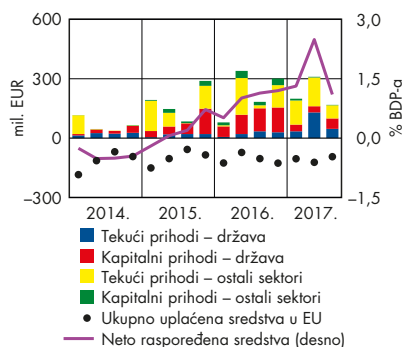
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug, % BDP-a, 2016.



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Transakcije s proračunom EU-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Razduživanje domaćih sektora, posebice kreditnih institucija i države, prema inozemstvu nastavljeno je i tijekom prošle godine. Poboljšanje pokazatelja inozemne zaduženosti jasno se odražava kroz smanjenje udjela bruto inozemnog duga u BDP-u koji je krajem trećeg prošlogodišnjeg tromjesečja bio na razini 81,6% što je smanjeno za 8,2pb u odnosu na kraj 2016. Dodatno, na kretanje inozemnog duga utjecale su i međ valutna kretanja, ali i gospodarski rast odnosno rast nominanog BDP-a. Izdavanje 1,275 mlrd. eura euroobveznica koje je država u posljednjem prošlogodišnjem tromjesečju izdala na europskom primarnom tržištu kapitala ne bi se trebalo promijeniti samo stanje duga budući da se radi o refinanciranju starih dugova. Štoviše, novo izdanje svakako je poboljšalo ročnu strukturu duga te smanjilo troškove kamata. Očito je da se, uz činjenicu da su kamatne stope na domaćem tržištu u uvjetima iznimno visoke likvidnosti i poboljšanih fundamenata postale konkurentne europskim, smanjuje interes i potreba za inozemnim zaduživanjem. Prema navodima Ministarstva financija, do kraja ovog tromjesečja trebalo bi se realizirati refinanciranje 2,5 do 3 milijarde eura duga cestarskih poduzeća u dogovoru s konzorcijem domaćih banaka. Ukupan dug cestarskog sektora, odnosno tvrtki Hrvatske ceste (HC), Hrvatske autoceste (HAC) i Autocesta Rijeka-Zagreb (ARZ), iznosi oko 5,1 milijardu eura, a velik dio tog duga na naplatu dopijeva u sljedeće dvije do tri godine. Ukoliko do refinanciranja dođe, nepovoljniji krediti zamijenili bi se bankarskim financiranjem, ali uz niži trošak i poboljšanje ročnosti. Nadalje, početkom srpnja na naplatu dolazi 750 mil. eura obveznica izdanih 2011. koje će Vlada refinancirati novim izdanjem uz vjerojatno povoljnije uvjete što će također pridonijeti poboljšanju pokazatelja inozemne zaduženosti. Prema našim očekivanjima udio bruto inozemnog duga u BDP-a trebao bi se do kraja godine spustiti na razinu ispod 80%. Očekivano, u prošloj su godini nastavljena pozitivna kretanja u bilanci plaćanja, uz zamjetan višak na tekućem i kapitalnom računu. Odlični rezultati turističke sezone i posljedično povećanje viška na računu usluga čime je djelomično neutralizirano pogoršanje manjka na računu roba, ali i niži manjak na računu primarnog dohotka (povezan sa situacijom oko Agrokora) doprinijeli su rastu viška na računima platne bilance. Tako je, promatrano kumulativno u razdoblju od listopada 2016. do rujna 2017, povećan suficitarni saldo na tekućem računu platne bilance na razinu od 3,8% BDP-a. Uključujući i kapitalni račun on je dosegnuo 4,5% BDP-a. Očekujemo višak na tekućem računu na razini cijele 2017. od 3,7% BDP-a, primarno na temelju poboljšanja uslužnog podračuna, pri čemu očekujemo da će prihodi od turizma premašiti 9,5 mlrd. kuna, i bolje apsorpcije sredstava iz fondova EU-a. Navedena projekcija uključuje utjecaj rezervacija banaka za plasmane povezane s Agrokora 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 te slabijeg utjecaja Agrokora na kretanje na računu primarnog dohotka. S druge strane, rast turističkih prihoda će 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

Jačanje kune u odnosu na euro, ali i dosljednost HNB-a

- **Apresiasijski pritisci na kunu, ali i dosljedna politika stabilnosti tečaja**
- **Snažan rast kunske likvidnosti u sustavu, kratkoročno bez izgleda za rast kamatnih stopa**
- **Blago jačanje inflacije**

U skladu s očekivanjima prosječni tečaj u 2017. godini spustio se na najniže razine u posljednjih pet godina (7,461307 kuna za euro) potvrđujući da je u razdobljima rasta gospodarstva kuna izložena aprecijacijskim pritiscima u odnosu na euro. Ipak više od dva desetljeća kuna i dalje ostaje jedna od najstabilnijih valuta regije srednje i istočne Europe.

Općenito, tijekom 2017. razdoblje razduživanja prema inozemstvu se nastavilo, priljev deviza od turizma dosegno je povijesno najvišu razinu što uz oporavak investicija i rast robnog izvoza predstavlja čimbenike koji su pritiskali tečaj EUR/HRK prema nižim vrijednostima.

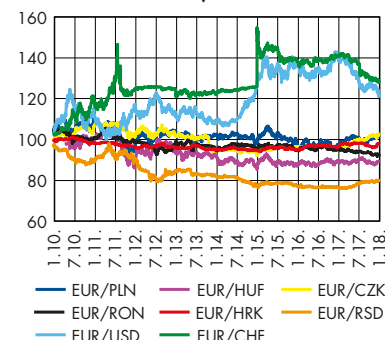
Prema kraju godine svjedočili smo tek laganom rastu EUR/HRK koji je bio potpomognut mjerama središnje banke. Hrvatska narodna banka i na samom kraju godine intervenirala je na tržištu otkupljujući devize od poslovnih banka. Isto se nastavilo i početkom siječnja. Razlog je izdašna količina deviza u sustavu koja je osim investicijama poduprta i poboljšanom fiskalnom metrikom te smanjenjem vanjske ranjivosti. Navedenim kretanjima treba pridodati i pozicioniranje određenih tržišnih sudionika koji tako nastoje poboljšati rezultat, zaštititi se od tečajnih rizika (hedgirati) i uskladiti svoje portfelje.

Tržišna kretanja na početku godine i daljnji pritisak na jačanje kune u odnosu na euro stoga treba promatrati u kontekstu kretanja zadnjeg tromjesečja 2017. pa ne iznenađuje pritisak na pad EUR/HRK. Unatoč uobičajenoj potražnji za devizama (zbog pojačanog uvoza) očito je da je ponuda još izdašnija i bazirana na već spomenutim čimbenicima.

Do kraja prvog tromjesečja očekujemo raspon trgovanja između 7,40 i 7,47 kuna za euro pri čemu bi se prema kraju tromjesečja tečaj mogao sve više približavati donjoj granici raspona. Razlog je već uobičajen početak turističke sezone uz nastavak rasta izvoza roba te investicija. U drugom tromjesečju ne isključujemo povremenu pojačanu potražnju za devizama osobito u razdobljima isplata dividendi poduzeća prema svojim nerezidentnim vlasnicima. S približavanjem središnje turističke sezone trebali bi jačati i aprecijacijski pritisci na kunu.

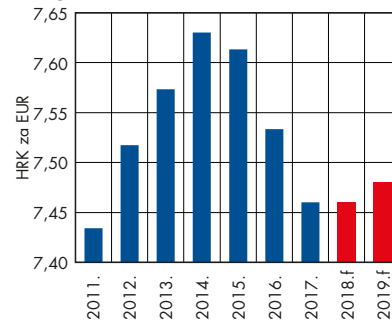
2018. prema trenutačnim projekcijama ne bi trebala donijeti značajnije odstupanje od razina već viđenih tijekom 2017. godine. Dakle, EUR/HRK će zadržati svoje uobičajeno sezonsko kretanje uz zadržavanje prosječne razine tečaja na razinama iz 2017. Naravno, nastavak iznadpotencijalnoga gospodarskog oporavka otvara mogućnost dominacije postojanih aprecijacijskih pritisaka, ali dosljednost HNB-a u održavanju stabilnosti tečaja kao glavnog sidra monetarne politike ostaje neupitna. Cjelogodišnji raspon trgovanja vidimo od 7,37 do 7,55 kuna za euro.

Kretanje tržišnih tečajeva (30.10.2009. = 100)



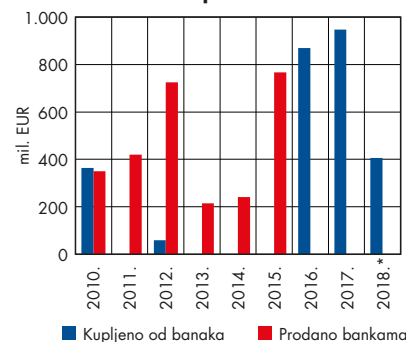
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Godišnji prosjeci srednjeg deviznog tečaja EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

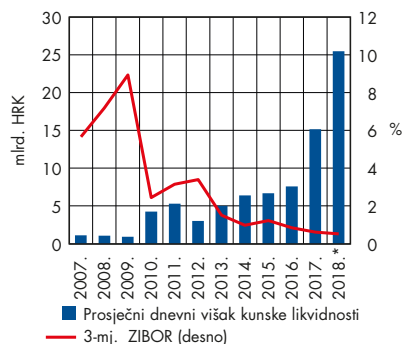
Operacije na otvorenom tržištu – devizne intervencije HNB-a



* do 22. siječnja 2018.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti

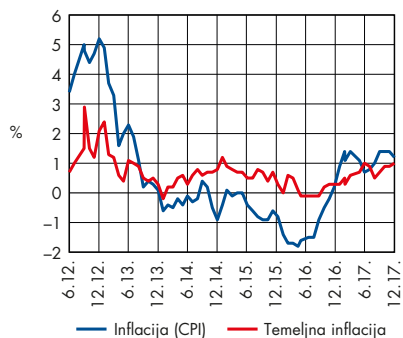


* do 22.1.2018.
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

U uvjetima niske inflacije i stabilnosti tečaja prosječni dnevni kunski višak likvidnosti na tržištu novca premašio je 27 milijardi kuna zadržavajući kamatne stope na povijesno niskim razinama, ali i potencijalno stvarajući pritisak na daljnji pad. Ipak, već zadnje tromjesečje bili su zamjetniji pritisci na rast inflacije što bi uz stezanje monetarne politike u euro području moglo upozoravati na potrebu promišljanja o možebitnom stezanju likvidnosti, ali tek prema kraju 2018. Posljedično tijekom cijele 2018. očekujemo zadržavanje kamatnih stopa na dosegnutim povijesnim minimumima.

U međuvremenu blago jačanje inflatornih pritisaka u posljednjem tromjesečju posljedica su porasta administrativno reguliranih cijena (električne energije) pa je prosječna stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena u 2017. iznosila 1,1% što je prva pozitivna stopa rasta cijena nakon 2013. Prošlogodišnji značajan porast (+3% na godišnjoj razini) i doprinos cijena prehrane trebao bi polako jenjavati dok bi prema našim očekivanjima trebao rasti doprinos cijena Energije koja je prošlu godinu zaključila s blagim padom cijena od 0,1 posto.

Potrošačke cijene, godišnja promjena



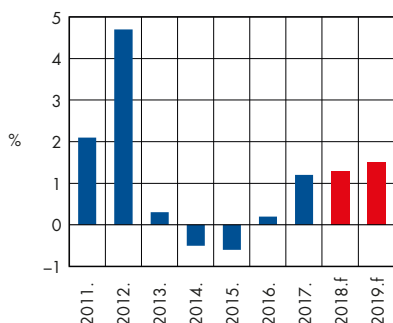
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Osim rasta električne energije u 2018. doprinos će kao i u 2017. dolaziti od cijena na globalnim tržištima sirove nafte koje će se kroz sastavnicu Prijevoza prelići i na lokalnu košaricu dobara. Međutim rast u kategoriji Goriva i maziva bit će ublažen poreznim izmjenama koja se tiču kupovine vozila, a čiji je cilj porezno rasterećenje građana, pojednostavljenje administrativnog postupka te jačanje transparentnosti obračuna i sustava plaćanja. Dio inflatornih pritisaka trebao bi dolaziti i od nastavka jačanja domaće potražnje gurajući prosječnu stopu inflacije prema očekivanoj prosječnoj razini od 1,4 posto u 2018.

Ukratko, monetarna politika će i u ovoj godini ostati izrazito ekspanzivna podupirući likvidnost u sustavu (te indirektno niske kamatne stope) uz istovremeno uspješno ispunjavanje osnovnog cilja očuvanja stabilnosti cijena uz stabilan tečaj kune prema euru.

Zrinka Živković Matijević

Godišnje stope inflacije*



* indeks potrošačkih cijena
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Izgledan (prvi) višak u proračunu opće države

- Bitno poboljšanje u statistici javnih financija
- Prvo podizanje kreditnog rejtinga nakon 2014.

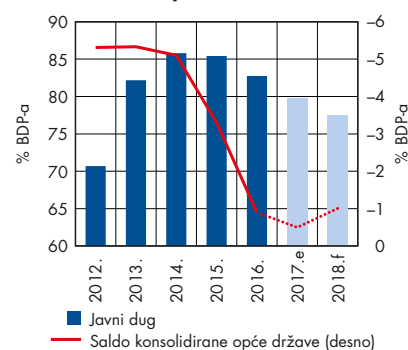
Nakon što je na temelju podataka iz 2016. godine u lipnju prošle godine Hrvatska izašla iz procedure prekomjernog deficita prvi indikatori za 2017. godinu upućuju na nastavak fiskalne konsolidacije. Prema najavama iz Ministarstva financija Hrvatska je u prošloj godini po prvi puta ostvarila suficit na razini opće države uz nastavak pada javnog duga, i u apsolutnim i u relativnim iznosima. Time je nastavljen pad nominalnog manjka opće države započeo u 2014. Dakle, fiskalna konsolidacija napreduje i dalje iznad očekivanja. Strukturno gledano, ona je više posljedica cikličkih kretanja, uz minimalne strukturne promjene osobito na rashodnoj strani proračuna. Sa strane prihoda izandočekivani doprinos vjerojatno je zabilježen u prihodima od neizravnih poreza (PDV-a) i socijalnih doprinosa što je posljedica rasta gospodarstva i zaposlenosti. Ukupni prihodi od izravnih poreza prema našoj ocjeni, ali i prema planu Ministarstva financija, porasli su uslijed rasta priljeva na osnovu poreza na dobit dok je u skladu s poreznom reformom smanjen priljev od poreza na dohodak.

Sa rashodne strane strukturno ne bi trebali vidjeti neke značajnije promjene. S jedne strane ohrabruje pad troškova zaduživanja države te posljedični pad rashoda za kamate, ali i dalje padaju rashodi za investicije održavajući još uvijek izostanak snažnijeg zamašnjaka u ovom području. Štoviše investicijska aktivnost države u 2017. i usporedbi s 2016. godinom je usporila. Zbog prošlogodišnjeg usklađivanja mirovina rastle su socijalne naknade, dok je dogovor oko plaća između Vlade sa sindikatima državnih službi i primjena na zaposlene u javnim službama utjecala na rast rashoda proračuna na stavci naknade zaposlenima.

Trogodišnje proračunske projekcije koje je Vlada usvojila u posljednjem tromjesečju odražavaju namjeru Vlade da nastavi s fiskalnom konsolidacijom čiji je krajnji cilj zadržavanje minimalnih deficita odnosno ostvarivanje suficita na kraju projiciranog razdoblja (2020.) uz nastavak pada javnog duga. Cilj nije neostvariv, ali je izazovan budući da u uvjetima rasta i većih priljeva u državni proračun rastu pritisci različitih interesnih grupa. Stoga ne isključujemo mogućnost rasta izdataka za socijalne naknade i naknada za zaposlene. Uz to naše procjene rasta gospodarstva nešto su skromnije. Posljedično projiciramo manjak na razini opće države oko 1% BDP-a uz blažu dinamiku pada javnog duga. Ipak i u takvim uvjetima ostvarivanje primarnih suficita čini se izglednim a razdoblje niskih kamatnih stopa povoljnim za djelomično ročno i troškovno preslagivanje portfeljne strukture javnog duga. Naposljetku, još uvijek ostaje nepoznanica, ali i velika potreba restrukturiranja zdravstvenog sustava.

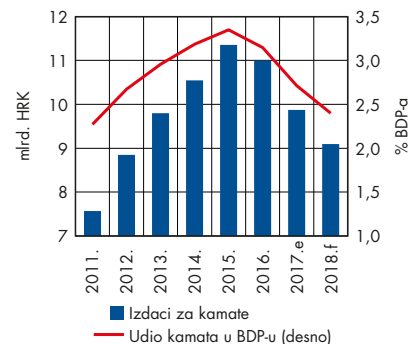
Projekcije Vlade su temeljene na pretpostavci približno jednakih stopa gospodarskog rasta, pozitivnog učinka daljnjeg poreznog rasterećenja i obuzdavanja rasta rashoda, osobito onih koji utječu na razinu manjka državnog proračuna. Primjetan je kontinuirani pad financijskih rashoda koji se odnose na kamate po izdanom dugu, a uzimajući u obzir bitno smanjenju premiju rizika države, izdašnu likvidnost u sustavu te naposljetku poboljšanje kreditnog rejtinga države takav scenarij čini nam se izglednim.

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



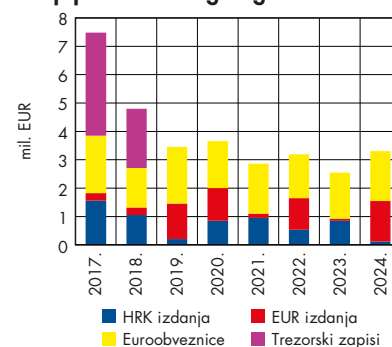
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Kamatni rashodi



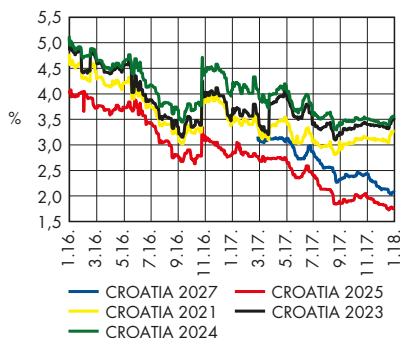
Izvori: MF, DZS, Raiffeisen istraživanja

Dospijee državni duga



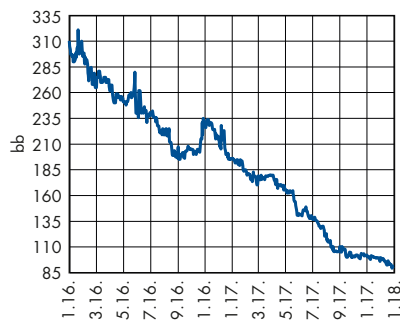
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na euroobveznice*



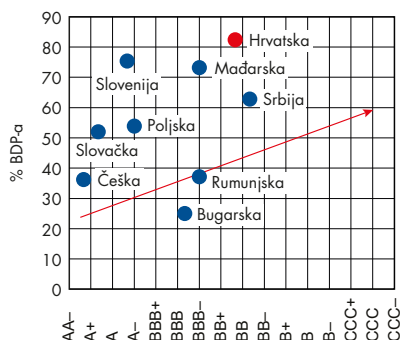
*bid prinos do dospijeća
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

5-god. USD CDS



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rating u odnosu na javni dug



Izvori: Rating agencije, Thomson Reuters, Europska komisija, MMF, Raiffeisen istraživanja

Kao posljedica gospodarskog rasta i bitno poboljšane fiskalne metrike agencija za procjenu kreditnog rejtinga Fitch podigla je kreditni rejting Hrvatske sa BB u BB+ sa stabilnim izgledima. To je prvo podizanje kreditnog rejtinga od prosinca 2004. godine. Navedeno poboljšanje uzrokovano je nastavkom oporavka gospodarstva te bitno poboljšanom situacijom u državnom proračunu uz nastavak pada javnog duga. Očekujemo da će podizanje kreditnog rejtinga slijediti i ostale dvije agencije Moodys i S&P u veljači odnosno ožujku, dok bi u slučaju nastavka povoljnih pokazatelja izgledi do kraja godine mogli biti revidirani na pozitivne.

Unatoč poboljšanju kreditnog rejtinga Hrvatske ocjena sposobnosti podmirivanja dugoročnih obveza RH i dalje se nalazi u špekulativnom razredu naglašavajući potrebu za nastavkom fiskalne konsolidacije, ali i stvaranjem preduvjeta za održiviji i snažniji gospodarski rast koji su uglavnom uvjetovani dobro poznatim strukturnim reformama i jačanjem vladavine prava. Stoga je daljnje poboljšanje i fundameta i rejtinga važno osobito u trenutku kada započne stezanje monetarne politike i u eurozoni i u Hrvatskoj jer će povećanje kamatnih stopa (troškova zaduživanja) u tom slučaju biti relativno niže.

Prema računu financiranja za 2018. od ukupno 23,7 mlrd kuna primitaka od financijske imovine i zaduživanja, 16,2 mlrd kuna zaduživanja ostvarit će se plasmanom obveznica, 6,3 mlrd kreditima i zajmovima dok je očekivani primitak od privatizacije ponovno optimistično postavljen na 1 mlrd kuna. 169 milijuna kuna bit će prema planu ostvareno od povrata glavnica danih zajmova i depozita. Na refinanciranje dospjelih obveznica i kredita planira se izdvojiti 19,4 mlrd kuna dok prijenosi depozita uglavnom kroz godine ostaju na razini nešto višoj od 2 mlrd kuna. 2019. u pogledu refinanciranja obveza izgleda nešto zahtjevnija budući da se već sada zna da za podmirenje dospjelih obveznica i kredita treba osigurati 25,2 mlrd kuna.

Tijekom 2018. godine dospijevaju dvije obveznice, kunska u vrijednosti 6 mlrd kuna te euroobveznica od 750 mil. eura. Oba izdanja dospijevaju u prvoj polovici srpnja. S obzirom da izgledan nastavak obilja likvidnosti i na europskom i na domaćem tržištu uvjeti refinanciranja trebali bi ostati razmjerno povoljni. Štoviše kratkoročni izgledi Hrvatske ostaju pozitivni (iako izloženi i određenim rizicima) pa smatramo izglednim izlazak države na tržišta kapitala najkasnije do kraja drugog tromjesečja 2018. Naposljedku u takvim uvjetima moguće je očekivati sužavanje spread-a u odnosu na referentna izdanja, a potencijalna izdanja mogla bi još jednom biti ostvarena uz nižu kamatnu stopu.

Na sekundarnom tržištu domaćeg tržišta kapitala uz obilje likvidnosti i postojanu potražnju osobito velikih institucionalnih investitora prinose očekujemo na trenutnim razinama pri čemu su u fokusu dugoročna izdanja. Euroobveznice će slijediti regionalna kretanja, a mogući blagi rast bit će uvjetovan kretanjima na europskom tržištu gdje solidni ekonomski pokazatelji i jačanje inflacije upozoravaju na stezanje monetarne politike i lagani rast prinosa prema kraju 2018.

Zrinka Živković Matijević

Oporavak kreditiranja u uvjetima povijesno niskih kamatnih stopa

- Snižene kamatne stope povećavaju potražnju za kreditima
- Smanjenje ročnosti izvora financiranja u neskladu s rastućom potražnjom za dugoročnim kreditima
- Proces snižavanja učešća neprihodujućih kredita nastavljen unatoč posrtanju Agrokora

Poslovanje banaka odvija se u uvjetima rastućih viškova likvidnosti na lokalnom financijskom tržištu koji su iskorišteni za smanjenje zaduženja banaka. U prethodnom petogodišnjem razdoblju učešće izvora financiranja iz vlasnički nadređenih financijskih institucija u ukupnoj imovini banaka smanjeno je za 15 postotnih bodova, te je krajem trećeg tromjesečja 2017. iznosilo samo 2,2%. Nadalje se rast viška likvidnosti u sustavu može zaustaviti jedino kroz rast kredita.

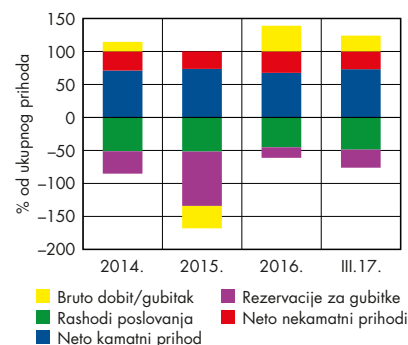
Višak ponude depozita odrazio se i na kamatne prinose. Na depozite po viđenju banke već godinama ne nude kamatni prinos, a za nove dugoročno oročene depozite u eurima krajem 2017. nudile su prinos ispod pola postotka godišnje. Zbog smanjene motiviranosti za oročenje depozita u bankama klijenti po isteku roka oročenja sve više zadržavaju sredstva na računima po viđenju. Od 2015. učešće depozita po viđenju u ukupnim depozitima klijenata povećano je za 17 postotnih poena te u studenom iznosi 47,4%, s tendencijom da do kraja prvog polugodišta ove godine prestigne učešće oročenih depozita. Promjene u ročnoj strukturi depozita odražavaju se i na valutnu strukturu. Učešće deviznih u ukupnim oročenim depozitima zadržava se na razini od 80%. No, kod depozita po viđenju učešće kunskih depozita prelazi polovinu (55%). Zbog nejednake valutne strukture oročenih i depozita po viđenju, smanjenje učešća oročenih depozita u ukupnim rezultira i povećanjem učešća kunskih depozita u ukupnim.

Promjene u valutnoj strukturi depozita odgovaraju promjeni u potražnji za kreditima, odnosno rast kunskih depozita podržava povećanje potražnje za kunskim kreditima. Međutim, u uvjetima povijesno niskih kamatnih stopa na kredite raste potražnja za kreditima s dužim rokom do dospeljeća i sa fiksnim kamatnim stopama. Time klijenti nastoje fiksirati trošak financiranja na niskoj razini i u kasnijim godinama otplate kredita, kada očekuju povećanje kamatnih stopa na tržištu. Pojačano korištenje dugoročnih kredita u kunama s fiksnim kamatnim stopama (u početnom razdoblju otplate ili do dospeljeća) rezultira širenjem jaza u ročnoj strukturi bilance banaka zbog istovremenog smanjivanja prosječne ročnosti na strani izvora financiranja.

U drugom polugodištu 2017. banke su pojačale aktivnosti na čišćenju portfelja od neprihodujućih kredita. Dio problematičnih kredita banke prodaju agencijama specijaliziranim za naplatu potraživanja, a povećavaju i direktnu naplatu dodatno kroz preuzimanje imovine dužnika založene za osiguranje povrata duga. Kao rezultat pročišćavanja portfelja banaka smanjen je omjer neprihodujućih kredita u ukupnim na 12,5%. No, negativni učinak naplate na iznos ukupnih kredita neutralizirao je pozitivne učinke ostvarenog rasta kredita prema provedenim transakcijama isplate kredita, pa su pokazatelji ukupnih kredita i dalje u negativnom teritoriju. U 2018. očekujemo veći volumen isplate novih kredita od naplate, pa bi nakon pet godina smanjivanja ponovno trebali zabilježiti rast ukupnih kredita.

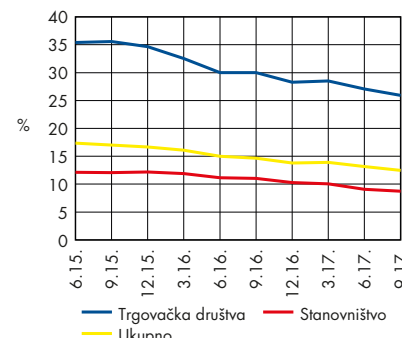
Anton Starčević

Struktura rezultata poslovanja banaka



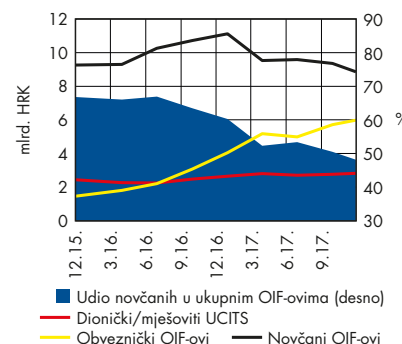
Legenda:
 – formiranje ukupnog prihoda (između 0% i 100%)
 – raspodjela ukupnog prihoda osim dobiti (ispod 0%)
 – učešća dobiti u ukupnom prihodu (iznad 100%)
 Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim, kr



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Neto imovina otvorenih investicijskih fondova

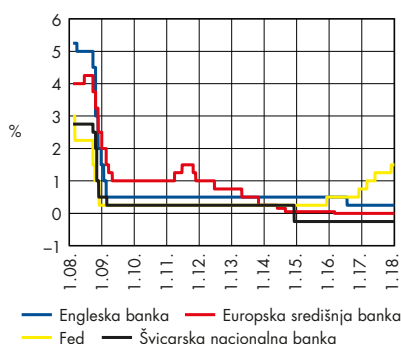


Izvori: HANFA, Raiffeisen istraživanja

Politike središnjih banaka – bez iznenađenja

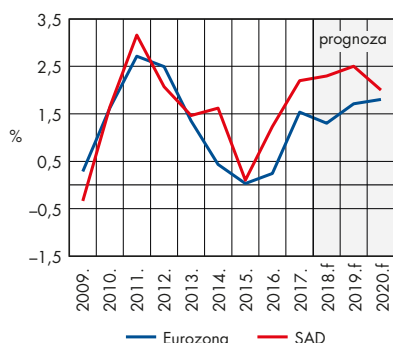
- Eurozona: 2018. – bez promjena kamatnih stopa
- Fed najavio tri podizanja kamatnih stopa u ovoj godini

Referentne kamatne stope



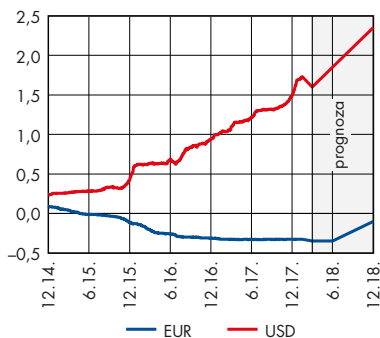
Izvori: Fed, ESB, BoE, SNB, Raiffeisen istraživanja

Prosječne godišnje stope inflacije



Izvor: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

Tromjesečne kamatne stope na novčanom tržištu



Izvor: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Očekivane, poznate, predvidljive i bez velikih iznenađenja su uglavnom bile glavne karakteristike politika središnjih banaka u posljednjem prošlogodišnjem tromjesečju te bi slična obilježja trebala obilježiti i ovu godinu. Naime, kako je i očekivano nastavila su se divergentna kretanja u politikama središnjih banaka. Tako u posljednjem tromjesečju 2017. nije bilo promjena u monetarnoj politici ESB-a, ali ni u samoj retorici koja je već u velikoj mjeri odredila i definirala smjer svoje politike za tekuću godinu. Počevši od siječnja ESB će smanjivati program otkupa obveznica s 60 na oko 30 mlrd. eura mjesečno, što je dinamika koja bi se trebala nastaviti do rujna. Tek po završetku programa otkupa moguće je očekivati određene promjene u kretanjima referentnih kamatnih stopa. Iako sva očekivanja idu u smjeru da će u ovoj godini ESB okončati program otkupa obveznica, ostavljena je i mala mogućnost da se navedeni program otkupa nastavi i nakon planiranog završetka. Naime, bitan čimbenik je smjer kretanja stope inflacije i da li će biti dosegnuta ESB-ova očekivana razina. S obzirom na očekivanja da će se stopa inflacije u ovoj godini kretati prema višim razinama (prvenstveno temeljna stopa inflacije), očekujemo da će već u lipnju ESB najaviti završetak programa otkupa za rujna. Nadalje, do kraja ove godine mogla bi se promijeniti i očekivanja vezana uz podizanje kamatnih stopa te bi njihovo prvo podizanje moglo uslijediti na samom početku iduće godine. Stoga će u ovoj godini depozitna stopa ESB-a i dalje ostati ključna odrednica kretanja kamatnih stopa na novčanom tržištu. Posljedično stope Euribora trebale bi ostati na trenutnim niskim razinama u većem dijelu ove godine. Njihov blagi rast možemo očekivati tek krajem 2018.

S druge strane Atlantika također nije bilo većih iznenađenja. U skladu s očekivanjima FED je na svom zasjedanju u prosincu prošle godine donio odluku o povećanju referentne kamatne stope za 25 baznih bodova na raspon između 1,25%-1,50%. Od prosinca 2015. to je ukupno peto podizanje kamatnih stopa te su od tada stope porasle za 125 baznih bodova. Isto tako, počevši od siječnja FED će umjesto dosadašnjih 10 mlrd. dolara smanjivati svoju bilancu za 20 mlrd. dolara mjesečno. Dobri pokazatelji s tržišta rada (već u prvom tromjesečju bi stopa nezaposlenosti trebala pasti ispod 4%) te prognoze da će, nakon pada stope inflacije na samom početku godine, u srednjoročnom razdoblju stopa inflacije dosegnuti ciljanu stopu od 2% podržavaju očekivanja da će FED svaka tri mjeseca povećavati iznos obveznica koje se ne reinvestiraju o dospjeću za 10 mlrd. dolara dok njihov ukupan mjesečni iznos ne dosegne 50 mlrd. dolara. Isto tako, zadržavamo naša očekivanja da će u ovoj godini FED podići kamatne stope tri puta, dok bi u 2019. trebala uslijediti još dva do tri podizanja. Tako bi referentne kamatne stope do kraja ove godine trebale biti u rasponu od 2,00% do 2,25%, dok bi do kraja 2019. trebale doseći razinu od gotovo 3,00%. Međutim, u slučaju snažnijeg gospodarskog rasta podržanog pozitivnim učincima porezne reforme (prognoze rasta BDP-a već su revidirane na više), ne isključujemo mogućnost i snažnijeg stezanja monetarne politike u SAD-u.

Marijana Cigić, Jorg Angele*, Gottfried Steindl*
*Raiffeisen Bank International

Pad zaliha i rast potražnje guraju cijene prema višim razinama

- OPEC produžio sporazum o smanjenoj proizvodnji nafte do kraja 2018.
- Viša cijena sirove nafte potiče rast proizvodnje u SAD-u

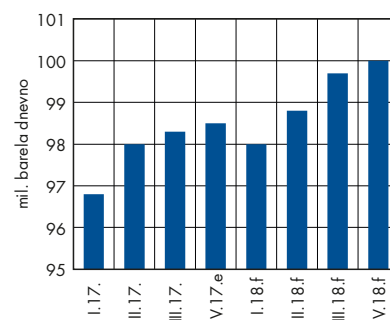
U posljednjem prošlogodišnjem tromjesečju cijene sirove nafte zabilježile su zamjetan rast koji se nastavljen i na početku 2018. Štoviše, cijena sirove nafte sa isporukom u idućem mjesecu dosegla je najvišu razinu u posljednje više od tri godine. Rastu cijena s jedne strane pridonio je snažan rast svjetske potražnje te osjetan pad zaliha (prvenstveno u SAD-u). S druge strane Sporazum o smanjenju proizvodnih kvota iz prosinca 2016. ustrajno se provodi od strane država članica OPEC-a, ali i pojedinih država koje nisu članice OPEC-a (prvenstveno Rusija). Prema sporazumu države potpisnice su smanjile svoju proizvodnju na ukupnu dnevnu proizvodnju od 32,5 mil. barela. Sporazum je od svog potpisivanja dva puta produljen pri čemu posljednji dogovor država potpisnica predviđa primjenu ugovora i posljednično nižu proizvodnju do kraja 2018. Smanjenju proizvodnje priključile su se i OPEC-ove članice Libija i Nigerija koje prvotno nisu podržavale sporazum. Iako Rusija podržava spomenuti sporazum pojedine ruske naftne kompanije su najavile da će poštivati sporazum najdulje idućih šest mjeseci. Dijelom kao posljedica primjene Sporazuma zalihe sirove nafte od svibnja prošle godine padale su za 120 mil. barela dnevno. Procjenjujemo da je pad za oko 50 mil. barela posljedica rasta potražnje koji je nadmašio tržišna očekivanja.

Više cijene sirove nafte, podržavaju očekivanja o rastu proizvodnje SAD-a koji s obzirom na način proizvodnje (proizvodnja iz škripljevca) ima značajno više troškove. Dokle god se cijena sirove nafte bude zadržavala iznad 60 dolara po barelu može se očekivati zamjetan rast američke proizvodnje. Stoga, američka agencija za energiju EIA očekuje u ovoj godini povećanje proizvodnje u prosjeku za 10 mil. barela dnevno (+8,4% u odnosu na 2017.). Istovremeno, postoje špekulacije da bi američka Vlada mogla isključiti prodaju prava za bušenje i vađenje nafte na obalnom području Floride uključujući istočnu obalu Meksičkog zaljeva (uz obalu Meksičkog zaljeva je smješteno preko 45% ukupnih kapaciteta za preradu nafte) kako bi očuvala turističke resurse. Navedeno bi svakako utjecalo na razinu proizvodnje budući da se oko 17% ukupne američke proizvodnje nafte odnosi se na proizvodnju u Meksičkom zaljevu. Isto tako značajan pad američkih zaliha uslijed zimskih vremenskih nepogoda svakako utječe i na visinu cijene sirove nafte.

S obzirom da je tržište nafte velikim dijelom pod utjecajem geopolitičkih sukoba u cijenu nafte je, posljednjih nekoliko mjeseci, uključena premija rizika koja iznosi oko 3 do 4 dolara po barelu, a odnosi se na rizike vezane uz Saudijsku Arabiju, Iran, Irak, Kurdistan te Venezuelu. Spomenuta premija bi mogla, ukoliko se rizici ponovno ne intenziviraju, biti isključena iz cijene što bi spustilo cijenu na niže razine. S druge strane, ograničavanje proizvodnje i posljedičan pad zaliha (osobito u drugoj polovici 2018.) uz očekivano jačanje svjetske potražnje (za oko 1,3 mil. barela dnevno) radić će pritiske na rast cijena što bi moglo značiti da će prosječna cijena barela nafte u ovoj godini biti na razini od oko 58 dolara po barelu (tipa Brent). S obzirom na sve navedeno i godina pred nama mogla biti puna izazova kada je u pitanju tržište nafte.

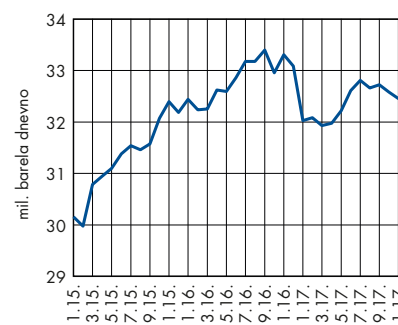
Marijana Cigić, Hannes Loacker*
*Raiffeisen Bank International

Svjetska potražnja za naftom



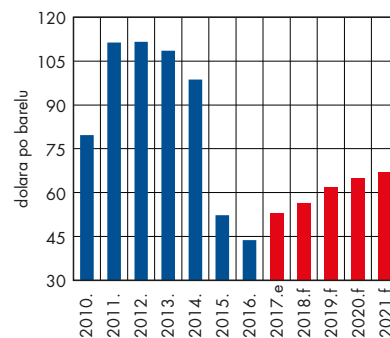
Izvor: Međunarodna agencija za energiju (IEA), RBI/Raiffeisen RESEARCH

OPEC, proizvodnja sirove nafte



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

Prognoza cijena nafte tipa Brent*

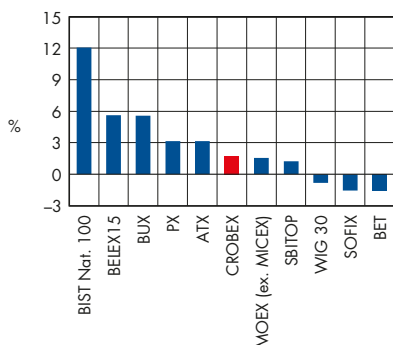


*prosječna godišnja cijena
Izvor: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Povoljnija kretanja na ZSE očekujemo u drugoj polovici 2018.

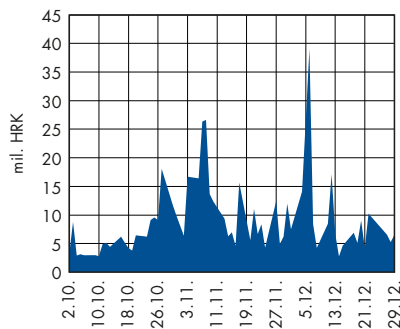
- **Moguća korekcija regionalnih dioničkih indeksa nakon dužeg pozitivnog razdoblja**
- **Relativno povoljno vrednovanje indeksa CROBEX10, ali je realizacija vjerojatnija u drugoj polovici 2018.**

Regionalni indeksi – prinosi*



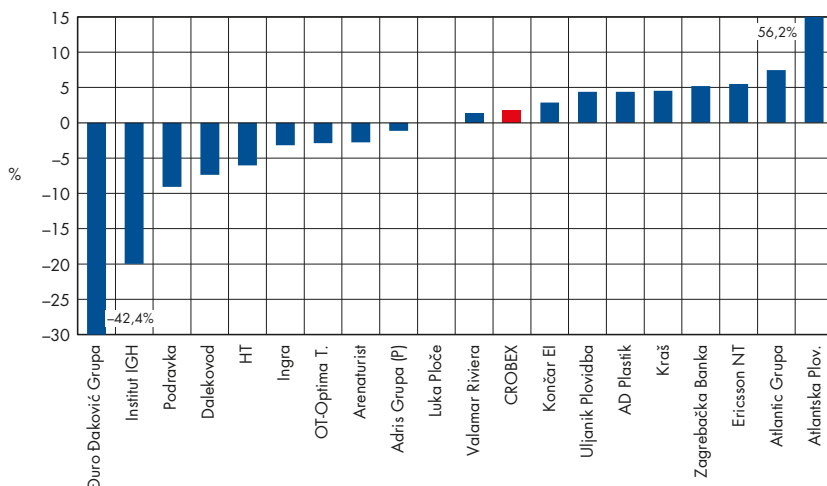
* u lokalnoj valuti na datum 29.12.2017. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Promet dionicama



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati CROBEX sastavnica u četvrtom tromjesečju 2017. (dividende nisu uključene)*



*povrati izračunani na datum 29.12.2017. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

U posljednjem tromjesečju 2017. dionički indeksi regije SIE imali su rezultate u rangu onih koji su zabilježeni na tržištima Zapadne Europe. Predvodnik je bio turski BIST Nat. 100 s porastom vrijednosti od 12,1%, a u cijeloj 2017. ovaj je indeks porastao čak 40%. Rast turskog indeksa podržan je povoljnim ekonomskim kretanjima, pri čemu je rast BDP-a Turske u trećem tromjesečju iznosio visokih 11,1% na godišnjoj razini. Ipak, u obzir treba uzeti i rekordnu stopu inflacije u Turskoj (13% godišnje u studenom), kontinuirano slabljenje turske lire u odnosu na euro i dolar te političke rizike. Rast ovog indeksa praćen je rastom mađarskog BUX-a i srpskog BELEX-a za 5,6%, dok su blagi pad zabilježili bugarski SOFIX, rumunjski BET i poljski WIG20.

CROBEX je u istom razdoblju zabilježio vrlo blagi rast u iznosu od 1,75%. Predvodnik prema stopi rasta bila je dionica Atlantske plovidbe, čija je cijena kroz tromjesečje porasla 56,2%. Rast dionice Atlantske plovidbe može se pripisati porastu Baltic Dry Indeksa, indeksa vozarina za rasute terete, stoga je i promatrano sektorski najviši rast zabilježen upravo u sektoru transporta. Ostalih 9 sastavnica CROBEX-a koje su zabilježile pozitivna kretanja rastle su po jednoznačnim stopama, a njihova prosječna stopa rasta iznosila je 4,2%. S druge pak strane, najveći gubitnik među sektorskim indeksima bio je CROBEXkonstrukt (-27,4%), čije su sve sastavnice zabilježile negativna kretanja. Predvodnik pada bila je dionica Tehnike, koja je i u posljednjem tromjesečju zabilježila nastavak negativnog trenda započetog početkom godine radi izloženosti Agrokoru. Indeks CROBEXindustrija je zabilježio pad od 10,2%, što se može pripisati padu dionice Đuro Đaković Grupe. Ta je dionica zabilježila pad od 42,4% nakon neuspješnog postupka dokapitalizacije, a ujedno je i sastavnica CROBEX-a s najvećim padom cijene u promatranom tromjesečju.

Prosječan dnevni dionički promet u posljednjem tromjesečju prošle godine iznosio je 9,1 mil. kuna, što u odnosu na isto razdoblje u 2016. predstavlja pad prometa od 16%. U odnosu na godišnje smanjenje u trećem tromjesečju 2017., kada je pad prosječnog prometa iznosio 38%, vidljiv je oporavak dnevnih prometa koji se može pripisati ponovnom trgovanju dionicama poduzeća u sustavu Agrokor. Ipak, neizvjesnost i rizici povezani s razvojem situacije oko koncerna i poduzećima u njegovom sastavu ostaju glavni uzroci niskih prometa i opreznijeg trgovanja. Nadalje, od 3.11., kada je trgovanje dionicama kompanija u sastavu koncerna nastavljeno, pa do kraja godine prosječan pad cijena dionica tih sedam podu-

zeća (Ledo, Jamnica, Tisak, Belje, Zvijezda, Vupik i PIK – Vinkovci) iznosio je 86%. Prema našim očekivanjima, vjerojatnost oporavka cijena na razine viđene u prvom polugodištu 2017. gotovo je zanemariva. Kako promet ovisi o količini i cijeni dionica kojima se trguje, ovaj pad cijena upućuje na to da će i u narednom razdoblju prometi ostati na nižim razinama sukladno niskim cijenama ovih dionica.

U promatranom razdoblju najviše se trgovalo dionicama Valamar Riviere (ukupni promet 69,4 mil. kuna) i dionicama Hrvatskog telekoma (ukupni promet 48,7 mil. kuna). Valamar Riviera u 2018. godini predviđa dovršetak Valamar Girandola Resorta u Rapcu, u sklopu kojeg je planirano i otvorenje prvog Kinderhotela od 5* u Hrvatskoj, investicije u kampove na Krku i u Istri te dodatna ulaganja u dubrovački hotel Valamar Argosy. Za investicije u 2018. Valamar planira iznos od 705 milijuna kuna (zajedno s Imperialom), dok HT za kapitalna ulaganja planira iznos neznatno niži od 1,9 mlrd. kuna (s H1 i Crnogorskim Telekomom).

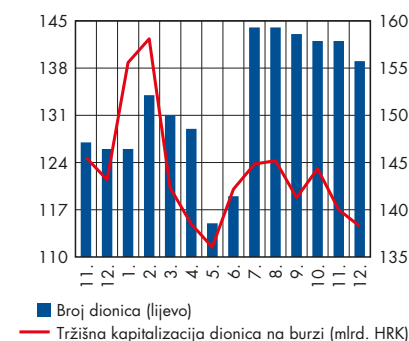
Na regionalnim dioničkim tržištima nakon dužeg razdoblja optimizma i vrlo dobrih makroekonomskih pokazatelja smatramo da je potencijal rasta donekle ograničen pa ne treba isključiti mogućnost korekcije u 1. tromjesečju 2018. Ipak, razdoblje niskih kamatnih stopa odnosno visoke likvidnosti se nastavlja te na razini cijele 2018. očekujemo nastavak rasta. Relativno je najpovoljnije vrednovan ruski indeks MOEX (7,4x za 2017.e te 6,8x za 2018.e) te turski BIST Nat 100. Unatoč vrlo dobrim makroekonomskim izgledima za tursko tržište, treba ipak imati na umu vrlo visoke stope inflacije te izražen politički rizik. S druge strane za rusko tržište ne očekujemo realizaciju potencijala rasta u prvom tromjesečju zbog mogućeg unovčavanja dobiti, već vjerojatnije do kraja 2018.

Unatoč i dalje ohrabrujućim makroekonomskim očekivanjima na Zagrebačkoj burzi je prisutna svojevrсна nezainteresiranost investitora što uglavnom možemo pripisati visokoj percepciji rizika domaćeg tržišta, zbog neizvjesnosti oko situacije s Agrokorom. Gledano prema očekivanom P/E omjeru za CROBEX10 za 2017. (13,5x) te 12,8x za 2018.e hrvatsko dioničko tržište je relativno atraktivno vrednovano u odnosu na ostale indekse regije što nas čini optimističnima kada govorimo o razvoju situacije do kraja godine.

U skladu s tim, nešto povoljnija kretanja na Zagrebačkoj burzi očekujemo u drugoj polovici 2018., odnosno nakon donošenja nagodbe u Agrokoru kada bi puno toga trebalo biti jasnije, kako u smislu spajanja i preuzimanja u sektoru maloprodaje te hrane i pića tako i u smislu konačnih iznosa otpisa potraživanja. Stoga smatramo da bi i u ovoj godini CROBEXnutris mogao imati lošiju izvedbu u odnosu na ostale sektorske indekse unatoč rastu osobne potrošnje. S druge pak strane i dalje smo vrlo optimistični u vezi turističkog sektora zbog i dalje relativno visoke faze investicijskog ciklusa što bi uz rastuću popularnost Hrvatske kao turističke destinacije trebalo rezultirati vrlo dobrim rezultatima poslovanja kompanija. Također, profitirati bi trebale i građevinske kompanije angažirane na tim radovima.

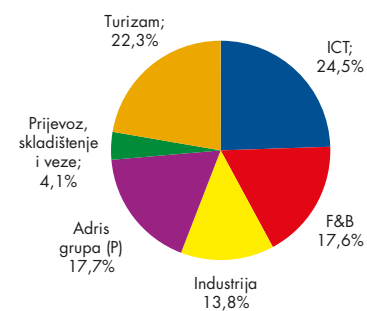
Ana Turudić, Viktor Viljevac

Broj i tržišna kapitalizacija dionica



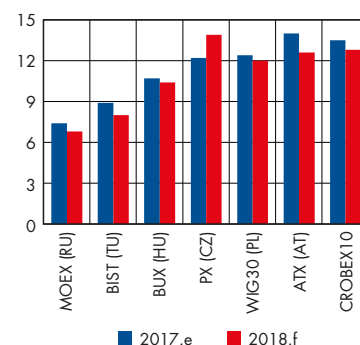
Izvori: ZSE, Raiffeisen istraživanja

Sektorski sastav CROBEX10



Izvori: ZSE, RBI/Raiffeisen istraživanja

PER dioničkih indeksa



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

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomski i financijski 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
 Marijana Cigić, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 606, e-adresa: marijana.cigic@rba.hr
 Ana Turudić, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr
 Viktor Viljevac, tel.: 01/61 74 837, e-adresa: viktor.viljevac@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 i financijskih istraživanja

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

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 (*quarter on quarter*)

yoy – godišnja promjena (*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*

Publikacija je dovršena 19. siječnja 2018.

Publikacija odobrena od strane urednika: 25. siječnja 2018. u 09:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 25. siječnja 2018. u 12:00 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. Ulagачima se savjetuje da stupe u kontakt s ovlaštenim investicijskim savjetnikom za pojedinačna objašnjenja i savjete.

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

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

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

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 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 rasponse. 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 sudjele 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.