

RBAAnalize

broj 69
travanj 2018.

Blago usporavanje rasta, ali i poboljšanje fiskalnih pokazatelja

- Blago usporavanje rasta
- Snažna fiskalna konsolidacija
- Polagano stezanje monetarnih politika
- ZSE: niska likvidnost, uz dugoročno pozitivnije izglede



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Barat Roland

www.rba.hr

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Rastuća potrošnja nastavlja pokretati rast gospodarstva	5
---	---

Realni sektor, tržište rada

Blago usporavanje gospodarstva	6
Tržište rada: Blagi pomaci prema naprijed	7

Platna bilanca, inozemni dug

Daljnje smanjenje vanjske ranjivosti	9
--	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Minimalni pomaci EUR/HRK, visoka likvidnost i potisnuta inflacija	10
---	----

Fiskalna politika i tržište duga

Prvi višak u proračunu opće države	11
--	----

Financijski sustav

Višak likvidnosti na financijskom tržištu i restrukturiranje Agrokora snizili rezultate poslovanja	14
--	----

Tržište stambenih prostora

Početak oporavka uz visoku segmentaciju tržišta	15
---	----

Politike središnjih banaka

Euro područje – izgledi povećanja kamatnih stopa u 2019.	16
---	----

Tržište dionica

Kratkoročna kretanja obilježena niskom likvidnosti, dugoročni izgledi pozitivniji	17
---	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.e	2019.f	2020.f
BDP i proizvodnja								
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-0,6	-0,1	2,3	3,2	2,8	2,3	2,5	2,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	43.754	43.416	44.546	46.406	48.700	50.852	52.675	55.239
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.281	10.249	10.516	11.039	11.712	12.268	12.733	13.365
Trgovina na malo, % promjena, realno	-0,6	0,4	2,4	4,4	4,4	3,0	3,5	3,0
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	-1,8	1,2	2,7	5,3	1,4	2,0	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	2,2	2,4	2,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	20,2	19,6	17,0	14,8	12,1	11,7	10,6	9,8
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	17,4	17,3	16,3	13,1	11,3	11,1	10,2	9,3
Prosječna neto plaća, u HRK	5.515	5.534	5.594	5.685	5.984	6.153	6.264	6.370
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-5,3	-5,1	-3,3	-0,9	0,8	-0,5	-1,0	-1,2
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	266,6	278,4	284,2	281,7	283,5	294,1	298,5	300,7
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	80,5	84,0	83,8	80,6	78,0	77,5	75,4	73,0
Bilanca plaćanja i dug								
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	18.768	19.677	21.473	22.778	25.081	26.530	28.387	29.722
% promjena	2,5	4,8	9,1	6,1	10,1	5,8	7,0	4,7
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	18.599	18.852	20.442	21.437	23.937	24.820	26.433	27.252
% promjena	2,6	1,4	8,4	4,9	11,7	3,7	6,5	3,1
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	0,9	2,0	4,5	2,6	3,9	2,2	2,5	2,3
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706	16.500	16.600	16.650
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	8,3	8,1	8,0	7,6	7,9	8,0	7,5	7,3
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	737	2.297	189	1.699	1.750	1.106	2.000	2.000
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	40,1	40,5	40,4	41,1
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	104,7	106,9	101,9	89,8	82,3	79,6	76,7	74,4
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	244,1	235,9	211,4	182,9	159,8	152,7	142,3	138,3
Financijski pokazatelji								
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,55	6,30	6,99	6,99	6,27	5,77	5,56	5,55
pr, USD/HRK	5,71	5,75	6,86	6,80	6,62	5,92	5,63	5,49
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,64	7,66	7,64	7,56	7,51	7,50	7,50	7,55
pr, EUR/HRK	7,57	7,63	7,61	7,53	7,46	7,44	7,48	7,45
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	57,9	63,4	70,7	83,5	99,4	103,7	107,0	109,7
% promjena	11,5	9,6	11,4	18,1	19,1	4,3	3,3	2,5
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	264,9	273,3	287,4	300,9	307,2	315,2	322,5	328,6
% promjena	4,0	3,2	5,1	4,7	2,1	2,6	2,3	1,9
Plasmani, mlrd. HRK, kr	240,8	237,0	230,0	221,5	218,9	222,2	226,9	231,4
% promjena	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	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.	2018.e	2019.f
Poljska	2,9	4,5	4,6	3,9
Mađarska	2,2	4,0	3,8	3,2
Češka	2,5	4,6	3,5	3,2
Slovačka	3,3	3,4	4,0	4,0
Slovenija	3,1	5,0	4,9	3,2
SE	2,8	4,4	4,2	3,6
Hrvatska	3,2	2,8	2,3	2,5
Bugarska	3,9	3,6	4,0	3,8
Rumunjska	4,8	7,0	5,0	3,5
Srbija	2,8	1,9	2,5	2,5
BiH	3,1	2,5	2,8	3,0
Albanija	3,4	3,8	4,0	3,8
JIE	4,1	5,0	4,1	3,3
Rusija	-0,2	1,5	1,5	1,5
Ukrajina	2,4	2,5	2,5	3,0
Bjelorusija	-2,5	2,4	2,5	2,0
IE	-0,1	1,6	1,6	1,6
SIE	1,4	3,0	2,8	2,5
Austrija	1,5	2,9	2,8	1,9
Njemačka	1,9	2,5	2,2	1,6
Eurozona	1,8	2,5	2,5	1,7
SAD	1,5	2,3	2,8	2,0

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
Poljska	54,1	52,9	51,0	50,0
Mađarska	73,9	72,9	71,9	71,1
Češka	36,8	34,7	33,1	31,8
Slovačka	51,9	52,0	50,9	49,5
Slovenija	78,5	75,9	73,4	72,1
SE	54,2	52,8	51,1	50,0
Hrvatska	80,6	78,0	77,5	75,4
Bugarska	29,1	25,1	24,0	25,0
Rumunjska	37,6	35,1	35,6	36,4
Srbija	71,6	62,8	57,9	56,8
BiH	40,4	37,5	37,0	38,5
Albanija	71,0	69,9	69,0	65,0
JIE	47,1	43,8	43,0	43,1
Rusija	13,5	13,0	13,0	13,2
Ukrajina	76,1	70,1	62,9	59,5
Bjelorusija	39,0	39,3	38,0	37,7
IE	18,5	17,6	17,1	17,1
SIE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	83,6	78,6	75,0	72,1
Njemačka	68,1	65,8	63,3	61,3
Eurozona	88,9	87,2	85,2	83,3
SAD	105,5	105,6	106,0	107,0

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
Poljska	74,5	72,6	71,2	64,3
Mađarska	98,3	88,0	81,5	75,9
Češka	73,9	90,5	87,5	83,5
Slovačka	90,9	97,7	95,5	93,2
Slovenija	110,9	100,4	93,1	87,2
SE	66,7	68,2	66,2	61,2
Hrvatska	89,8	82,3	79,7	76,3
Bugarska	70,7	64,6	63,4	61,2
Rumunjska	54,7	50,0	49,6	50,3
Srbija	74,2	66,7	62,7	61,0
BiH	54,4	54,2	54,4	54,4
Albanija	71,7	67,5	63,0	59,9
JIE	64,2	58,8	57,2	56,5
Rusija	39,0	29,3	32,3	32,0
Ukrajina	121,7	102,1	90,8	86,6
Bjelorusija	78,8	73,3	69,9	68,0
IE	45,8	35,2	37,4	36,8
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	127,6	121,0	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	4,17	4,13
Mađarska	311,47	309,27	311,90	315,00
Češka	27,03	26,33	25,07	24,60
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
Hrvatska	7,53	7,46	7,44	7,48
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,49	4,57	4,67	4,68
Srbija	123,13	121,35	118,81	120,31
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	137,33	134,16	130,75	132,38
Rusija	74,14	65,92	73,12	79,95
Ukrajina	28,27	30,04	33,96	37,66
Bjelorusija	2,20	2,18	2,52	2,86
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	euro	euro	euro	euro
SAD	1,11	1,13	1,26	1,33

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

Rastuća potrošnja nastavlja pokretati rast gospodarstva

Hrvatska je 2017. godinu zaključila uz nastavak gospodarskog rasta, smanjenje vanjske ranjivosti, visoku stabilnost financijskog sektora te naposljetku prvi višak u proračunu opće države. Uvjete na (lokalnim) financijskim tržištima obilježila je visoka likvidnost uz nastavak pritiska na pad troškova zaduživanja. U takvom okruženju već prvo tromjesečje ove godine donijelo je očekivano poboljšanje kreditnog rejtinga države.

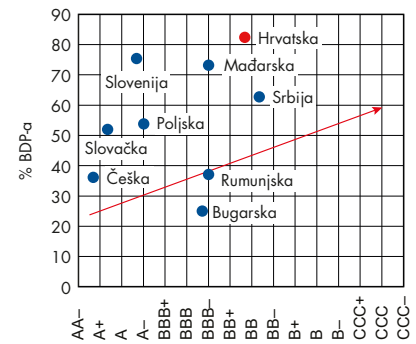
Rezultati BDP-a za posljednje tromjesečje upozorili su na usporavanje opravka. Prvi visokofrekventni indikatori u 2018. pružaju mješovitu, ali indikativnu sliku. Rast na krilima potrošnje nastavio se u prvom tromjesečju, a poticaji rasti potrošačkog optimizma dolaze od poboljšanja potražnje na tržištu rada te povoljnih očekivanja od turističke sezone. U prethodnoj godini rastuće aktivnosti u djelatnostima vezanim uz turizam podržavale su rast gospodarstva. Porast fizičkih pokazatelja u ostvarenim noćenjima i dolascima turista te strukturalna poboljšanja turističke ponude, koja je uvelike oslonjena na privatni smještaj, očekuje se i u ovoj godini. No, prošlogodišnji rezultati ostvareni u industrijskoj proizvodnji, građevinarstvu i izvozu nalažu oprezniji pristup u prognozama. Gospodarski rast ostvaren je prvenstveno u sektorima vezanim uz turizam, primarno u trgovini i uslugama pružanja smještaja, dok je doprinos prerađivačke industrije i građevinarstva zamjetno usporio. S druge strane, unatoč značajnom povećanju izvoza roba visoka baza i uvozna ovisnost umanjuju pozitivne utjecaje rastuće inozemne potražnje. Stoga ne iznenađuje produljivanje manjka vanjskotrgovinske razmjene. Održivost rasta ovisi o povećanju konkurentnosti, što iziskuje poticajne uvjete za razvoj poduzetništva koji se stvaraju provedbom strukturalnih mjera za povećanje efikasnosti javnih usluga, vladavinu prava i pravednu tržišnu utakmicu.

Rast generiran potrošnjom pogodovat će prihodnoj strani proračuna i u 2018. budući da se preko polovice priljeva središnje države odnosi na poreze i ostale namete na potrošnju. Ukoliko izostanu neočekivani događaji s negativnim utjecajem na stabilnost proračuna, očekujemo nastavak razboritog pristupa u vođenju javnih financija uz zadržavanje nominalnih rashoda na dosegnutim razinama i uravnoteženi saldo proračuna uz daljnji pad javnog duga. Smanjenje vanjske ranjivosti kroz daljnje inozemno razduživanje svih sektora, višak na tekućem računu platne bilance te gospodarski rast i politička stabilnost, povećavaju izgleda Hrvatske za podizanje kreditnog rejtinga. No pomak u skupinu država s investicijskim rejtingom očekujemo najranije početkom 2019.

U međuvremenu 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. Pod uvjetom jačanja inflatornih pritisaka prve pomake u kamatnim stopama na euro području možemo očekivati tek krajem godine, dok bi se prelijevanje i stezanje monetarne politike u Hrvatskoj moglo dogoditi za 2019. Unatoč rekordnim viškovima 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.

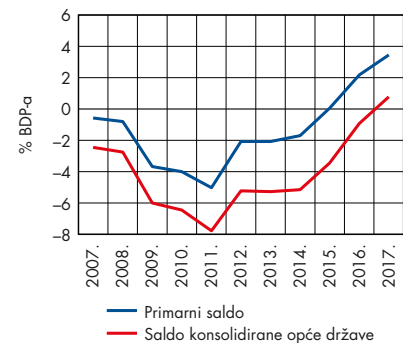
Zrinka Živković Matijević

Rejting u odnosu na javni dug



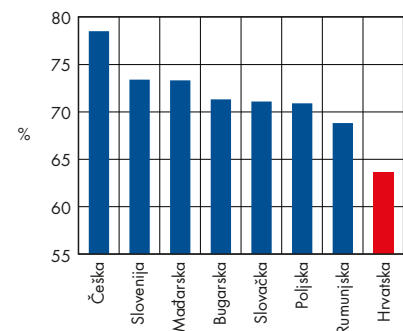
Izvori: Rejting agencije, Thomson Reuters, Europska komisija, MMF, Raiffeisen istraživanja

Konsolidirana opća država



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Stopa zaposlenosti (20–64 godine)

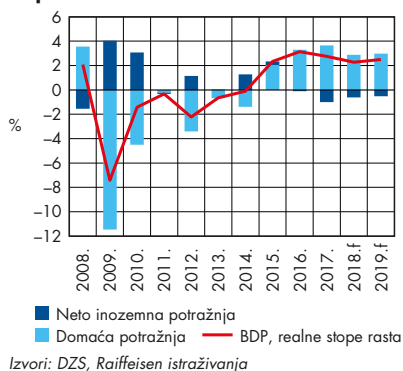


Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Blago usporavanje gospodarstva

- Osobna potrošnja – glavni generator rasta
- Povoljni kratkoročni izgledi
- Rast zaposlenosti, ali pretkrizna razina ipak ostaje nedostižna

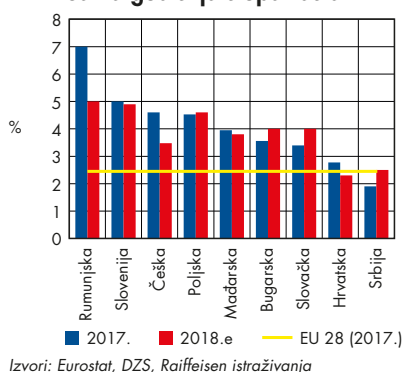
Realna godišnja promjena BDP-a i doprinosi rastu



Podaci BDP-a za posljednje tromjesečje 2017. u kojem je zabilježen realni tromjesečni rast od 0,1% te godišnji od svega 2% potvrdili su naša očekivanja o polaganom usporavanju rasta gospodarstva. Struktura i doprinosi rastu gospodarstva pritom su ostali slični što znači da se solidan rast nastavio i kod osobne potrošnje i kod izvoza. Ipak razmjeno visoki uvoz, uz ponovni podbačaj investicija, naposljetku su spustili gospodarski rast u cijeloj 2017. na 2,8 posto.

Sa strane ponude primjetno je da je u odnosu na 2016. zamjetno usporen rast prerađivačke industrije (s realnih 5,7% u 2016. na 1,8% u 2017.) uz posljedično bitno manji doprinos rastu bruto dodanoj vrijednosti ukupne gospodarske aktivnosti. BDV je u cijeloj godini porastao 2,1% pri čemu je najveći pozitivan doprinos došao iz djelatnosti usko vezanih uz turizam i trgovinu (Trgovina na veliko i na malo, prijevoz i skladištenje, smještaj, priprema i usluživanje hrane).

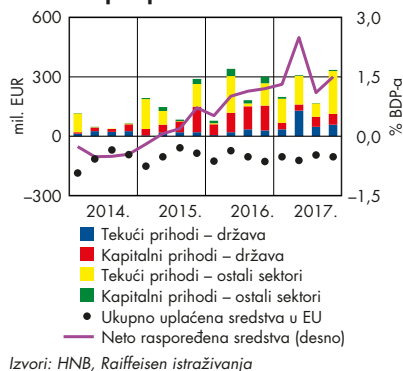
BDP realna godišnja stopa rasta



Uspoređujući dinamiku rasta gospodarstva Hrvatske s državama srednje i istočne Europe primjetno je da Hrvatska i dalje zaostaje za usporedivim državama. Naša, donekle oprezna očekivanja, ali i konsenzus tržišta, sugeriraju nastavak slične dinamike upozoravajući istovremeno na potrebu stvaranja preduvjeta da bi se rast učinio snažnijim i otpornijim.

Prvi visokofrekventni pokazatelji na početku godine daju nam mješovitu, ali indikativnu sliku. I dok trgovina na malo, indeksi pouzdanja i povjerenje potrošača te podaci iz turizma sugeriraju nastavak rasta osobne potrošnje, stagnacija obujma industrijske proizvodnje i skromni podaci iz građevinskog sektora sugeriraju opreznost.

Transakcije s proračunom EU-a



Glavni pokretač rasta i ove godine prema našim očekivanjima ostat će osobna potrošnja, ali uz blago usporavanje dinamike. Očekujemo nastavak solidnih stopa rasta, posebice u prvoj polovici godine pri čemu će nedostatak radne snage u određenim djelatnostima stvarati daljnji pritisak na rast plaća. Štoviše, Vlada je već poduprla potrošnju podizanjem minimalne plaće i plaća u javnom sektoru. Umjereno niske stope inflacije kao i povijesno niski troškovi zaduživanja dodatni su čimbenici koji podržavaju nastavak takve dinamike. Naravno još jedna uspješna turistička sezona podržat će raspoloživi dohodak i izvoz usluga, ali će i uzrokovati nastavak rasta uvoza umanjujući pozitivne učinke izvoza. Investicije, a osobito javne, bi trebale ubrzati svoj rast, ali nedostatnost administrativnih kapaciteta za povlačenje sredstava iz EU fondova predstavlja popriličan rizik takvim projekcijama. Naime, prema procjenama Europske komisije čak 80% javnih ulaganja trebalo bi biti financirano iz sredstava kohezijske politike. S obzirom da su upravo javne investicije u prošloj godini podbacile moguće je očekivati njihovo ubrzanje u 2018. Naposljetku državna potrošnja nastavit će s pozitivnim godišnjim stopama rasta.

Sa strane ponude, pokretače rasta BDV-a u 2018. vidimo upravo u djelatnostima vezanim uz trgovinu i turizam čemu će se pridružiti djelatnosti informacija i ko-

munikacija te ostale uslužne djelatnosti. Zamah građevinarstva osim polaganog oporavka stanogradnje uvelike će ovisiti upravo o sposobnosti provedbe projekata (su)financiranim sredstvima iz EU fondova.

Unatoč usporavanju 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. S ograničenim utjecajem restrukturiranja Agrokora na ostatak gospodarstva rizici naših projekcija ostaju izloženi pozitivnim rizicima osobito ako Hrvatska zabilježi još jednu rekordno uspješnu turističku sezonu što bi utjecalo na snažniji rast izvoza usluga te snažniju osobnu potrošnju od prvotnih očekivanja. Bitniji odmak od naših prognoza pritom je zasigurno obuzdan i jačim uvozom koji će u takvom scenariju umanjivati pozitivne učinke izvoza usluga i potrošnje. S druge strane investicije, osobito javne ostaju kolebljiva i teško predvidiva komponenta ovisna o sposobnosti odnosno uspješnosti povlačenja sredstava iz EU fondova.

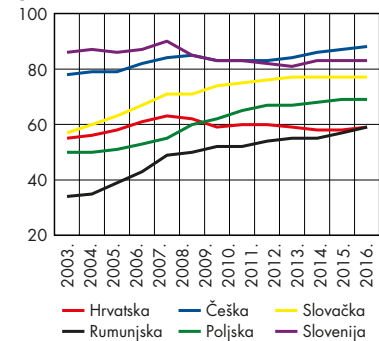
Zrinka Živković Matijević

Tržište rada: Blagi pomaci prema naprijed

Objavom revidiranih podataka o zaposlenosti za cijelu 2017. godinu, broj je zaposlenih koje evidentira DZS (isto kao što je to bio slučaj i s podacima za 2016.) revidiran na više. Pri tome se razlika između revidiranih podataka i privremenih podataka (koji se objavljuju iz mjeseca u mjesec) za 2017. dodatno produbila. Tako je nakon revizije broj zaposlenih u prvom tromjesečju 2016. povećan u prosjeku za 17 tisuća, dok je revizija u prvom tromjesečju 2017. registrirala dodatne 32 tisuće zaposlenih. Uzevši u obzir da su podaci DZS-a za svaki mjesec u 2016. i 2017. naknadno revidirani na više, usporedba privremenih podataka o zaposlenosti koji su objavljeni za prva tri mjeseca ove godine s revidiranim podacima za 2017. nije praktična i može voditi k pogrešnim zaključcima. Prema toj je usporedbi broj zaposlenih u prvom tromjesečju ove godine ostao gotovo nepromijenjen u odnosu na isto tromjesečje 2017., ali kako se može očekivati da će i podaci za 2018. biti naknadno revidirani na više, može se zaključiti da je broj zaposlenih zapravo zabilježio porast. Stoga su podaci koje objavljuje HZMO, iako definicija osiguranika nije istovjetna definiciji zaposlene osobe, mjerodavniji kod analize trendova kretanja zaposlenosti od podataka koje objavljuje DZS.

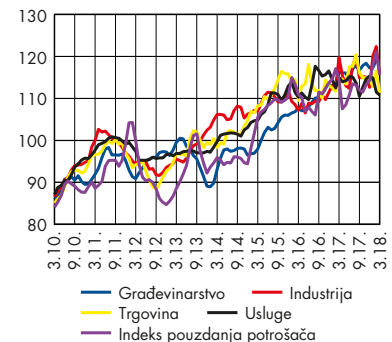
Prosječan je broj osiguranika, odnosno zaposlenih, pri HZMO-u u prvom tromjesečju 2018. iznosio 1,477 milijuna, što u odnosu na prosječan broj osiguranika u prvom tromjesečju 2017. predstavlja porast za 36 tisuća (2,5%). Promatrano prema djelatnostima NKD-a, 57,3% ovog porasta dolazi od rasta zaposlenosti unutar 4 djelatnosti: broj zaposlenih u prerađivačkoj industriji povećao se za 5.900, u građevinarstvu za 5.800, djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane zapošljavale su 5.000 ljudi više, dok je broj zaposlenih u javnoj upravi i obrani te obveznom i socijalnom osiguranju porastao za 4.000. S druge strane, djelatnosti koje su zabilježile pad prosječnog broja zaposlenih su poslovanje nekretninama (-2.650), financijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja

BDP po glavi stanovnika (paritet kupovne moći, EU 28=100)



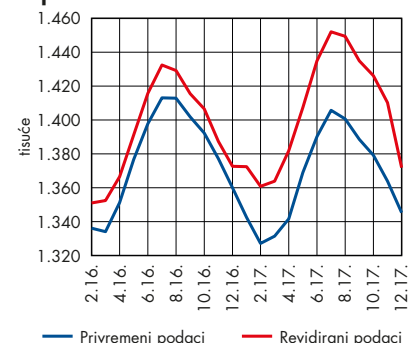
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Poslovni optimizam i pouzdanje potrošača



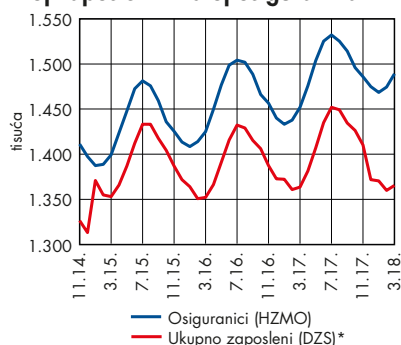
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Privremeni i revidirani podaci o broju zaposlenih



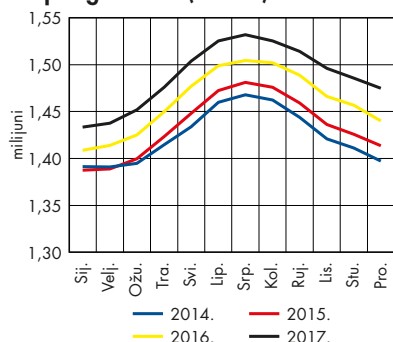
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj zaposlenih i broj osiguranika



* Iam serije od siječnja 2015. (nova metodologija).
Podaci od siječnja 2018. su privremeni.
Izvori: DZS, HZMO, Raiffeisen istraživanja

Broj osiguranika (HZMO)



Izvori: HZMO, Raiffeisen istraživanja

Prosječna struktura osiguranika u prvom tromjesečju 2018.



Izvori: HZMO, Raiffeisen istraživanja

(-1.340) te opskrba električnom energijom, plinom, parom i klimatizacija (-670 zaposlenih). Unutar dobne strukture zaposlenih, zamjetno je da porast broja zaposlenih u kategoriji mladih od 20 do 24 godine predstavlja 20% ukupnog rasta broja zaposlenih na godišnjoj razini unatoč tome što je udio ove dobne skupine u ukupnom broju zaposlenih iznosio znatno nižih 6%

Posljedično porastu zaposlenosti na godišnjoj razini, prosječan broj nezaposlenih registriranih na HZZ-u je u prvom tromjesečju ove godine iznosio 188 tisuća te je bio za 48 tisuća (20,2%) niži u odnosu na prvo tromjesečje 2017. Ovaj se značajan pad nezaposlenosti ne može pripisati isključivo porastu zaposlenosti, pa tako dinamika smanjivanja službene nezaposlenosti i dalje u značajnoj mjeri ostaje određena izlascima iz evidencije radi "Odljave s evidencije i nejavljivanja" i "Nepridržavanja zakonskih odredbi". Ipak, prosječan se udio izlazaka iz evidencije radi "Zapošljavanja na temelju radnog odnosa i drugih poslovnih aktivnosti" povećao s 59%, koliko je iznosio u prvom tromjesečju 2017., na 63% u prvom tromjesečju 2018. Usporedbom tih dvaju razdoblja prema dobnoj strukturi nezaposlenih, primjetno je smanjenje udjela dugotrajno nezaposlenih (nezaposlenih 1 godinu i više) u ukupnom broju nezaposlenih. Tako je prosječan udio dugotrajno nezaposlenih na godišnjoj razini smanjen s 44,9% na 41,2%.

Nastavak pozitivnih kretanja na tržištu rada očekujemo i u 2018., ali na umu treba imati da će pomaci i dalje ostati relativno skromni, dok se razina zaposlenosti zabilježena prije krize trenutno doima kao neostvariv cilj. Ipak, u obzir treba uzeti i činjenicu da je rast prije krize velikim dijelom bio financiran bujanjem vanjskog duga, što je takvu vrstu rasta činilo dugoročno neodrživom i na mnogo načina štetnom za hrvatsko gospodarstvo. Izgledno je da su spori i nedostadni pomaci u pozitivnom smjeru ono što od hrvatskog tržišta rada možemo očekivati u kratkoročnom razdoblju pred nama, vodeći računa o tome da je vjerojatnost provođenja prijeko potrebnih i učestalo spominjanih strukturnih reformi, barem u kraćem vremenskom razdoblju pred nama, gotovo zanemariva. Isto tako, Hrvatska kao mala otvorena ekonomija ostaje u velikoj mjeri zavisna o kretanjima u njenom okruženju. Hrvatska je najmlađa članica EU koja se sve uspješnije integrira u zajedničko tržište. Jačanje dinamike poslovnih aktivnosti unutar EU poticajno je za gospodarstvo, pa stope rasta u Hrvatskoj nadmašuju prosječni rast gospodarstva EU ostvaren u posljednje tri godine. Ipak, integracija u zajedničko tržište ima i negativne učinke na domaće gospodarstvo i društvenu zajednicu. Hrvatska je suočena sa pojačanom ekonomskom emigracijom koja umanjuje razvojni potencijal društva i održivost socijalne funkcije države.

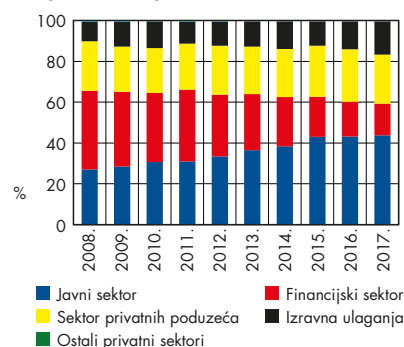
Viktor Viljevac

Daljnje smanjenje vanjske ranjivosti

- Pad inozemnog duga podržan razduživanjem u svim sektorima
- Podračun usluga glavni generator viška na tekućem računu bilance plaćanja

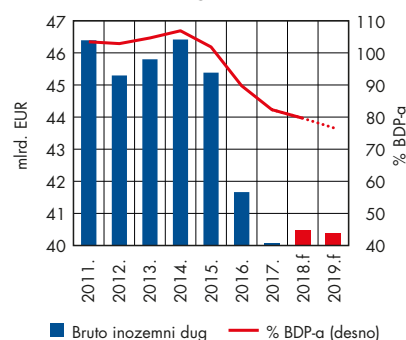
Inozemno razduživanje domaćih sektora nastavilo se i tijekom 2017. iako sporijom dinamikom u odnosu na godinu ranije. Uz povećanje viška na tekućem i kapitalnom računu bilance plaćanja (na 4,4% BDP-a) zabilježeno je daljnje smanjenje vanjske ranjivosti Hrvatske. Bruto inozemni dug krajem 2017. spustio se na 40,1 mlrd. eura ili 82,3% BDP-a pri čemu je najveći doprinos smanjenju na godišnjoj razini došao od nastavka razduživanja ostalih domaćih sektora (poduzeća). Pri tome se udio bruto inozemnog duga ostalih domaćih sektora u ukupnom bruto inozemnom dugu s 36,3% krajem 2016. spustio na 33,6% u prosincu prošle godine što ukazuje na nastavak pada potražnje za eurskim kreditima kroz supstituciju kuskim kreditima kod banaka. Smanjenju ukupnog bruto inozemnog duga doprinijelo je i smanjenje vanjske zaduženosti javnog sektora (-3,6% godišnje) gdje su iznadočekivani fiskalni pokazatelji rezultirali smanjenjem ino duga opće države te razmjerno većom usmjerenošću države ka financiranju na domaćem tržištu. Krajem 2017. potvrđen je i nastavak razduživanja financijskog sektora, iako značajno sporijom dinamikom. U ovoj godini očekujemo nastavak trenda godišnjeg pada bruto inozemnog duga, podržanog smanjenjem zaduženosti svih ključnih sektora. Obzirom na obilje likvidnosti u sustavu u okruženju niskih kamatnih stopa vjerojatno će segment poduzeća nastaviti dio svojih inozemnih obveza zadržavati zaduživanjem na domaćem tržištu. Početkom srpnja na naplatu dolazi 750 mil. eura euroobveznica izdanih 2011. koje očekujemo da će Vlada refinancirati novim izdanjem i prije samog dospijeca. Uvjeti na međunarodnim financijskim tržištima indiciraju povoljnije uvjete zaduživanja i posljedično poboljšanje pokazatelja ino zaduženosti. Uz predviđeni gospodarski rast očekujemo da bi se omjer inozemnog duga u BDP-u krajem godine mogao spustiti ispod 80%. Višak na tekućem računu uključujući i utjecaj rezervacija banaka za Agrokor u iznosu od 1,1% BDP-a, u skladu s očekivanjima iznosio je 3,9% BDP-a u 2017. Povećanje viška u odnosu na 2016. primarno je posljedica daljnjeg rasta neto izvoza usluga i smanjenja manjka na računu primarnog dohotka (zbog pada dobiti banaka na temelju rezervacija za kredite vezane uz koncern Agrokor). U ovoj godini očekujemo da će glavni razlog smanjenja viška na tekućem i kapitalnom računu dolaziti od daljnjeg pogoršanja salda na računu roba zbog snažnijeg rasta uvoza te boljih poslovnih rezultata stranih poduzeća koji tako povećavaju rashode primarnog dohotka. Nadalje, uz očekivanja kako će u narednim godinama većina priljeva kapitala biti upravo ona iz vlasničkih ulaganja rast neto rashoda od inozemnih ulaganja mogli bi imati sve više utjecaja na pogoršanje salda na tekućem računu. S druge strane, rast turističkih prihoda će ostati najvažniji čimbenik poboljšanja salda na tekućem računu. Iako, devizni priljevi od turizma, ali i ostalih usluga trebali bi nastaviti rast po nešto umjerenijim stopama. Očekivanje o nastavku snažnijeg korištenja sredstava iz fondova EU-a podržat će rast salda na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija. Uz smanjenje vanjske ranjivosti, kroz daljnje inozemno razduživanje svih sektora i višak na tekućem računu, te uz gospodarski rast i nastavak fiskalne konsolidacije Hrvatska postaje ozbiljan kandidat za podizanje kreditnog rejtinga odnosno povratak u investicijski razred.

Struktura bruto inozemnog duga na kraju razdoblja



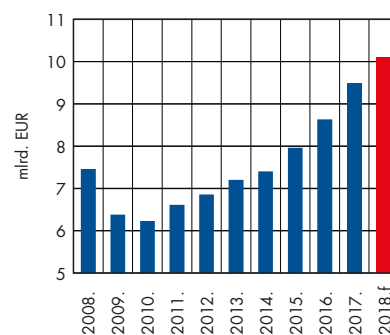
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug, % BDP-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizma



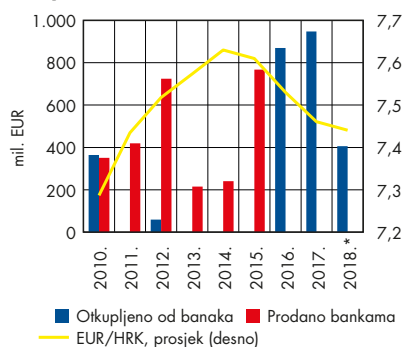
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Elizabeta Sabolek Resanović

Minimalni pomaci EUR/HRK, visoka likvidnost i potisnuta inflacija

- EUR/HRK bez iznenađenja
- Daljnji rast kunske likvidnosti, bez izgleda za rast kamatnih stopa narednih tromjesečja
- Inflacija i dalje potisnuta

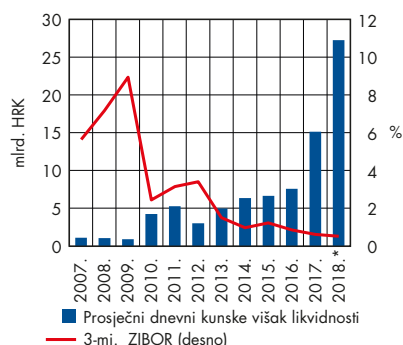
Devizne intervencije HNB-a i srednji tečaj EUR/HRK



*do 23. travnja 2018.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

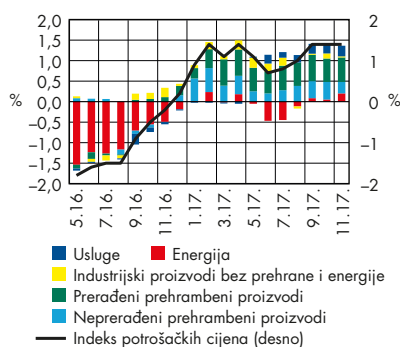
Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti



*do 23.4.2018.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Doprinosi rastu stope inflacije



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Sudeći prema kretanjima u prvom tromjesečju financijska tržišta u Hrvatskoj tijekom 2018. mogla bi zaista biti predvidiva, mirna i pomalo dosadna. Naravno navedeno se čini u potpunosti u suprotnosti s prisutnom volatilnošću na globalnim tržištima, ali jasno odražava nastavak ekspanzivnog karaktera monetarne politike HNB-a uz istovremenu potpunu dosljednost stabilnosti tečaja kune u odnosu na euro. S druge strane inflacija ostaje vrlo umjerena ne narušavajući temeljni cilj središnje banke. Dakle u nastavku godine nepromijenjeni stav monetarne politike podržavat će gomilu kunske likvidnosti u sustavu koja se nalazi na razini od gotovo 8 posto BDP-a omogućujući kratkoročnim kamatnim stopama da kolebaju oko povijesno najnižih vrijednosti. Unatoč solidnom oporavku domaće potražnje uz polagani ali postojani rast cijena sirove nafte na svjetskim robnim tržištima, inflacija i na početku 2018. ostaje razmjerno prigušena. Prosječna stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena u prvom tromjesečju iznosila je jedan posto, dok se temeljna inflacija spustila na 0,9%. Razloge usporavanja rasta potrošačkih cijena valja potražiti u usporavanju rasta cijena pojedinih prehrambenih proizvoda i cijena energije (osobito plina, goriva i maziva). Kretanja u prvom tromjesečju otvaraju mogućnost revizija naših prognoza na niže, ali ostaje činjenica da bi prelijevanje viših cijena sirove nafte s globalnog na domaće tržište uz daljnje jačanje domaće potražnje moglo ipak pogurati inflaciju na razine iznad 1 posto. U međuvremenu tečaj kune u odnosu na euro kretao se gotovo tijekom cijelog tromjesečja u uskom intervalu između očekivanih 7,40 i 7,44 kune za euro. Blaga tendencija jačanja domaće valute vidjela se s početkom predsezona, neposredno oko Uskršnjih blagdana. Uz to solidan nastavak rasta izvoza roba te blago ubrzanje investicija sugeriraju daljnji aprecijacijski potencijal domaće valute. 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 koja pred i za vrijeme glavne turističke sezone uobičajeno bilježi najviše godišnje vrijednosti. Stoga, 2018. prema trenutačnim projekcijama ne bi trebala donijeti značajnije odstupanje od razina već viđenih tijekom 2017. Dakle, EUR/HRK će zadržati svoje uobičajeno sezonsko kretanje uz zadržavanje prosječne razine tečaja na razinama iz 2017. Naravno, iako nešto sporiji 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. Tako bi i treću godinu za redom u slučaju potrebe trebale dominirati devizne intervencije otkupa eura od poslovnih banaka čime bi nastavile rasti i međunarodne pričuve Republike Hrvatske. Cjelogodišnji raspon trgovanja i dalje vidimo od 7,37 do 7,55 kuna za euro pri čemu bi se gornjoj granici raspona trebali približavati prema kraju godine.

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 euro.

Zrinka Živković Matijević

Prvi višak u proračunu opće države

- Značajan napredak u provođenju fiskalne discipline
- Nova dužnička izdanja krajem prvog polugodišta?

Najave o prvom proračunskom višku od osamostaljenja Hrvatske koje su i par mjeseci prije same službene objave dolazile iz Ministarstva financija potvrđene su tzv. *Travanjskom notifikacijom* prema kojoj je u prošloj fiskalnoj godini višak konsolidirane opće države iznosio 2,8 milijardi kuna odnosno 0,8% BDP-a. Posljedica je to blagog smanjenje rashoda (-0,3%) uz istovremeni rast prihoda opće države za 5,6 mlrd. kuna ili 3,4%.

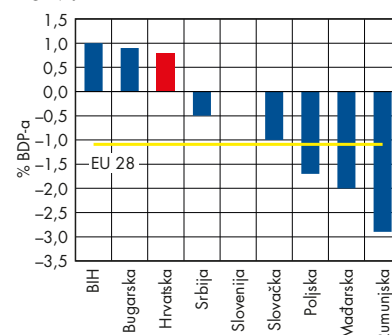
I dok s jedne strane analiza rashoda konsolidirane opće države jasno ukazuje na obuzdavanje rasta u posljednjim godinama, dodatno ohrabruje nastavak pada troškova zaduživanja države. Tako su u prošloj godini ukupni rashodi bili na razini od 164,5 mlrd. kuna, a njihovo smanjenje za 472 mil. kuna u odnosu na godinu ranije uvelike je podržano smanjenjem rashoda za kamate (za više od 1 mlrd. kuna ili 9,7%). S druge strane zabrinjava snažan pad investicija, za čak 1,5 mlrd. kuna (13,1%) u odnosu na 2016. održavajući još uvijek izostanak snažnijeg zamašnjaka u ovom području.

Rast prihodne strane posljedica je znatnog poboljšanja financijskog rezultata izvanproračunskih korisnika i javnih poduzeća te povećanja poreznih prihoda čiju okosnicu čine prihodi od PDV-a koji su prikupljeni u iznosu od 48,4 mlrd. kuna. Ostvarivši značajno viši priljev u odnosu na planiranih 46,2 mlrd. kuna, prihodi od PDV-a su na godišnjoj razini porasli za preko 3 mlrd. kuna (6,8% u odnosu na 2016.). Potonje je posljedica pozitivnih gospodarskih trendova podržanih rekordnom turističkom sezonom. Nadalje, prihodi od poreza na proizvodnju i uvoz također su zabilježili zamjetno povećanje za 3,7 mlrd. kuna na 71,6 mlrd. kuna (5,5% u odnosu na 2016.).

Povoljna kretanja rezultirala su i značajnim povećanjem primarnog salda proračuna opće države koji je i treću godinu zaredom zabilježio suficit. Tako je primarni višak s 7,5 mlrd. kuna (zabilježenih u 2016. godini) premašio 12,5 mlrd. kuna u 2017. godini čineći 3,4% BDP-a. Očito je poboljšanje fiskalnog salda otvorilo prostor i za značajno manje potrebe za zaduživanjem države.

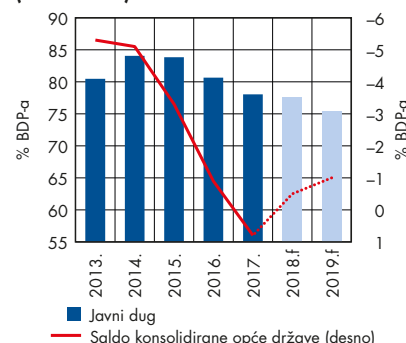
S izvješćem o prekomjernom proračunskom manjku i razini duga opće države potvrđen je i relativni pad javnog duga na 78% BDP-a (-2,6 postotnih bodova u odnosu na 2016.) dok je u apsolutnom iznosu dug opće države zabilježio rast na godišnjoj razini. Posljedica je to izdanja euroobveznice u listopadu čija su sredstva namijenjena za otplatu dijela duga cestarskog sektora, a čija se sama realizacija vjerojatno dogodila nekoliko mjeseci kasnije te je na taj način kratkotrajno "umjetno" povećan javni dug. Poboljšanja u upravljanju javnim dugom naišla su i na pohvale EK koja je u svom posljednjem Izvješću za Hrvatsku o makroekonomskim neravnotežama navela kako je Hrvatska posljednjih godina ostvarila napredak u smislu kontinuiranog smanjenja troškova servisiranja duga i produljenju rokova dospeljeća.

Saldo konsolidirane opće države, 2017.



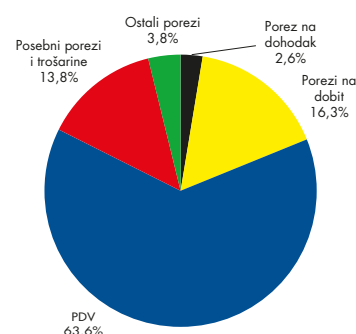
Izvori: Eurostat, MF, Raiffeisen istraživanja

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



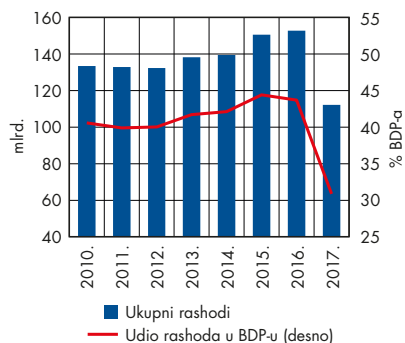
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Struktura poreznih prihoda proračuna, I-XI 2017.



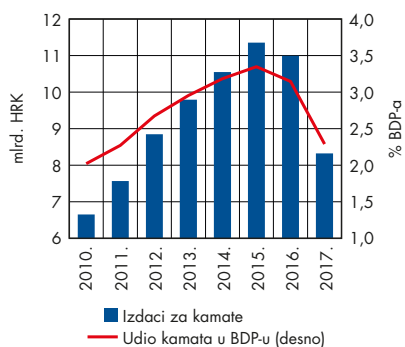
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Ukupni rashodi opće države u BDP-u



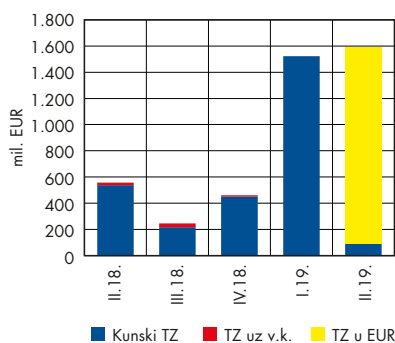
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Udio rashoda od kamata u BDP-u



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Preostala dospijeca trezorskih zapisa



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Vjerodostojnost i ozbiljnost Vlade u svojim namjerama oko provođenja fiskalne discipline prepoznata je očito i od strane međunarodne financijske javnosti pri čemu posebno mislimo na rejting agencije koje su, najprije Fitch krajem prošle godine, a onda i S&P krajem ožujka, podigle kreditnu ocjenu Hrvatske na jednu razinu ispod investicijske uz stabilne izgleda. I dok obje agencije kao značajan razlog unapređenja rejtinga navode bitno smanjenje vanjske ranjivosti te poboljšanje fiskalnih pokazatelja indikativno je koliki naglasak stavljaju na pozitivne učinke od turizma što ponovo podsjeća i upozorava na (pre)visoku ovisnost Hrvatske o samo jednoj grani gospodarstva.

Iako još nemamo fiskalnu statistiku za prve mjesece ove godine nastavak gospodarskog rasta sugerira da bi prihodi trebali biti izdašni (podržani još jednom iznimno uspješnom turističkom sezonom) ili barem u skladu s planom. S druge strane, ako rashodi budu ostvareni u skladu s planom, može se govoriti o nastavku povoljnih fiskalnih kretanja. Vlada je krajem travnja usvojila Nacionalni program reformi i Program konvergencije za razdoblje 2018. – 2021. godine. Uz nastavak gospodarskog rasta u projekcijskom razdoblju na razinama iznad potencijalnih stopa rasta Vlada očekuje da će se fiskalni deficit s 0,5% (koliki je planiran za ovu godinu) spustiti na 0,4% BDP-a u idućoj godini. U 2020. se očekuje uravnoteženi fiskalni saldo, a potom višak od 0,5% BDP-a u 2021. godini. Uz razmjerno smanjenje kamatnih troškova, projicirani primarni suficit od sljedeće bi godine trebao smanjivati svoj udio u BDP-u (do razine 1,9% u 2021.). Do kraja projekcijskog razdoblja predviđen je pad javnog duga na 65,9% BDP-a. Što se tiče najavljivanog poreza na nekretnine planom nije predviđeno njegovo uvođenje, ali jest kompletna priprema za njegovu implementaciju.

Naše procjene rasta gospodarstva nešto su skromnije, a temeljimo ih na usporavanju gospodarske aktivnosti te potencijalnom izostanku strukturnih promjena osobito na rashodnoj strani proračuna. Naime, iako su ciljevi Vlade svakako ostvarivi oni su istovremeno i vrlo izazovni budući da u uvjetima rasta i većih priljeva u državni proračun rastu i pritisci različitih interesnih grupa. Nadalje, s obzirom da su upravo javne investicije u prošloj godini podbacile moguće je očekivati njihovo ubrzanje u ovoj godini. Rast generiran potrošnjom svakako će pogodovati prihodnoj strani proračuna budući da se preko polovica priljeva odnosi na poreze od PDV. Posljedično projicirani manjak na razini opće države u skladu je s Vladinim procjenama (oko 0,5% BDP-a) uz blažu dinamiku pada javnog duga. U takvim uvjetima nastavak ostvarivanja primarnih suficita čini se izglednim, a i dalje prisutno okruženje niskih kamatnih stopa povoljnim za djelomično ročno i troškovno preslagivanje portfeljne strukture javnog duga.

Međutim, evidentno je kako ohrabrujuća poboljšanja u fiskalnim pokazateljima u posljednje dvije godine ipak nisu primarno rezultat potrebnih strukturnih zahvata te ne zrcale strukturna poboljšanja u ključnim dugoročnim odrednicama rasta i otpornosti. Drugim riječima, zadržana je rigidna struktura javnih rashoda, koja u srednjem roku kao takva ne stvara dovoljan poticaj sveukupnom gospodarskom rastu i zapošljavanju. Naime, prema posljednjim podacima EK za 2017. razmjerno visoka intermedijarna potrošnja i proračunski rashodi za plaće čine gotovo 20% hrvatskog BDP-a, upućujući na zaključak da je funkcioniranje države skupo u odnosu na usporedive zemlje u okruženju, ali i na prosjek na razini EU-a. Treba se prisjetiti da su upravo unutarnje slabosti glavni čimbenik što je Hrvatska provela u dugoj šestogodišnjoj recesiji.

Proces financijskog restrukturiranja dugova cestovnog sektora završen je krajem prvog tromjesečja pri čemu je u dogovoru sa sindikatom domaćih banaka refinancirano 1,8 mlrd. eura kredita cestovnih kompanija, a kojim će se, samo na kamatama, godišnje uštedjeti 29 mil.eura. Zajedno s prethodnim izdanjem euroobveznice, prema navodima iz Ministarstva financija, rezultat financijskog restrukturiranja bit će godišnje uštede od 50 mil. eura. Uz nove uvjete i zaduženja dug cestovnog sektora trebao bi gotovo u potpunosti biti isplaćen za oko 15 godina.

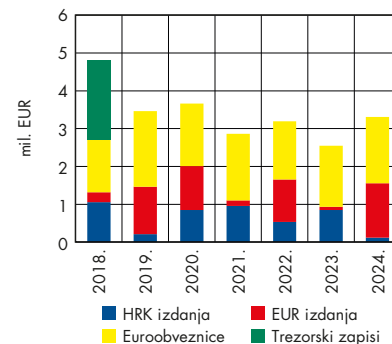
Uz nastavak rasta te bitno poboljšanu fiskalnu metriku ne iznenađuje daljnji pad prinosa na duljem kraju kunske obvezničke krivulje i sužavanje spreadova. No osim fundamentalnih razloga te posljedičnog smanjenja premije rizika stalni pritisak na prinose dijelom je prisutan i kontinuiranim izostankom ponude uz istovremenu postojanu potražnju koja uglavnom dolazi od velikih institucionalnih investitora (mirovinskih fondova) u koje se na mjesečnoj razini samo od doprinosa slijeva 300 do 400 mil. kuna.

Hrvatske euroobveznice nastavljaju slijediti sentiment i kretanja na međunarodnim tržištima i tržištima SIE regije. Od početka godine prinos hrvatskih inozemnih izdanja denominiranih u dolarima u prosjeku je viši za oko 60 baznih bodova pri čemu je zabilježeno sužavanje spreadova u odnosu na referenta izdanja jasno odražavajući smanjenje percepcije rizičnosti Hrvatske kao rezultat podizanja rejtinga, poboljšanja fiskalne discipline i nastavka povoljnih gospodarskih trendova. Blaži rast prinosa zabilježen je kod eurskih izdanja (15 bp u prosjeku od početka godine). Nastavak sličnih kretanja očekujemo i do kraja godine.

Tržište obveznica moglo bi imati tek nešto življu aktivnost prema kraju ovog tromjesečja s očekivanim izdanjima domaćih i inozemnih obveznica budući da u prvoj polovici srpnja dospijevaju dvije obveznice, kunska u vrijednosti 6 mlrd. kuna te euroobveznica od 750 mil. eura. S obzirom da izgledan nastavak obilja likvidnosti i na europskom i na domaćem tržištu uvjeti refinanciranja trebali bi ostati razmjerno povoljni. Kako kratkoročni izgledi Hrvatske ostaju pozitivni (iako izloženi i određenim rizicima), a tržišni uvjeti u pogledu likvidnosti i monetarnih očekivanja netaknuti unatoč rastu referentnih prinosa ne isključujemo mogućnost dodatnog sužavanja spreadova.

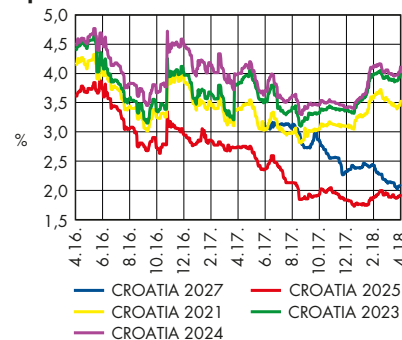
Elizabeta Sabolek Resanović

Dospijuća državnog duga (glavnica i kamate)



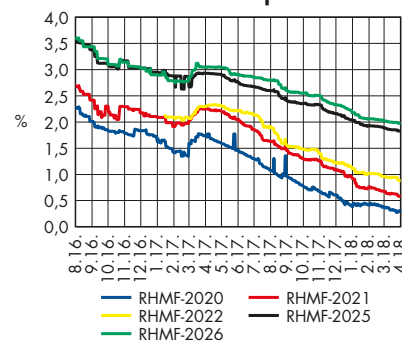
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Spreadovi na euroobveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na kunska izdanja

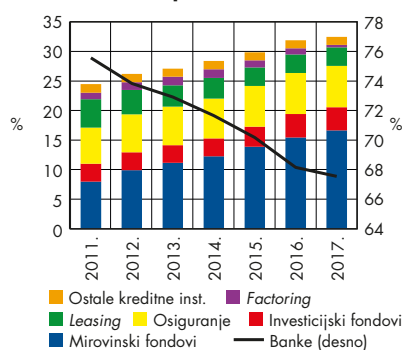


Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Višak likvidnosti na financijskom tržištu i restrukturiranje Agrokor snizili rezultate poslovanja

- Jednokratno povećanje troškova rizika umanjilo dobit banaka za 30%
- Povećana prodaja plasmana agencijama za naplatu potraživanja određujuća za omjer neprihodujućih kredita

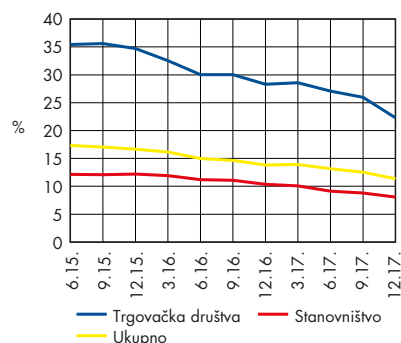
Hrvatski financijski sektor, struktura



Izvori: HNB, HANFA, Raiffeisen istraživanja

Na lokalnom financijskom tržištu dominantno je učešće komercijalnih banaka u čijim bilancama se nalazi više od dvije trećine ukupne imovine financijskog sektora. Jedino rast imovine u mirovinskim fondovima smanjuje bankocentričnost tržišta, jer propisano izdvajanje jedne četvrtine mirovinskog doprinosa u obvezne mirovinske fondove rezultira stalnim povećanjem imovine u tim fondovima. Položaj ostalih financijskih institucija na tržištu je stabilan, uz iznimku factoring društava. Nakon višegodišnjeg rasta poslovnih aktivnosti, u prošloj godini imovina factoringa je prepolovljena. Pad imovine rezultira iz promjene u izvorima financiranja Agrokor. Nakon imenovanja posebnog povjerenika Agrokor je uskladio model financiranja s visoko likvidnim tržištem koje se temelji na avansnim plaćanjima i plaćanjima računa dobavljača u skraćenim rokovima. Time je dokinuta potražnja dobavljača Agrokor za uslugama factoringa, pa su posljedično smanjene poslovne aktivnosti i imovina factoring društava.

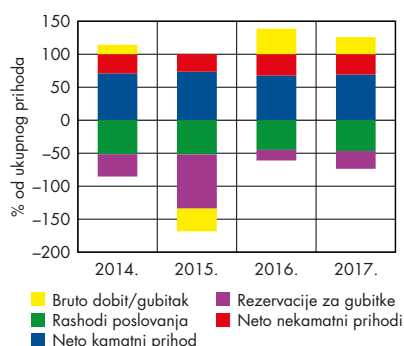
Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim (NPL ratio)



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Poslovanje banaka odvija se u uvjetima značajnog viška likvidnosti na financijskim tržištima. Rastuća potražnja za kreditima rezultira u povećanim iznosima plasmana novih kredita klijentima, no razina viška likvidnosti se ne smanjuje. Naime, banke u postupku čišćenja bilanci prodaju portfelje neprihodujućih kredita agencijama za naplatu plasmana. Tom prodajom banke pretvaraju neaktivnu imovinu u likvidnu. A sve dok novu likvidnost ne uspiju plasirati klijentima, banke povećavaju višak likvidnosti u sustavu. Taj višak jača pritisak na relaksaciju kriterija rizika u procjeni klijenata, kako bi se povećao ukupan volumen plasiranih kredita. Ostvareni rast gospodarstva praćen izlaskom iz deflacije omogućava zaduženim klijentima smanjenje realnog tereta otplate duga, što je u skladu s rastućim optimizmom kod procjene rizika. Uzlet potražnje za stambenim kreditima u drugom polugodištu prošle godine temeljio se na državnom subvencioniranju otplatnih anuiteta u početnoj fazi otplate. U ovoj godini potražnju za stambenim kreditima ograničavaju propisi koji negativno utječu na kreditnu sposobnost klijenta. Primjena propisa o stambenom potrošačkom kreditiranju povezuje procjenu kreditne sposobnosti potencijalnog korisnika stambenog kredita sa restriktivnim odredbama u zaštiti dohotka od ovrhe. Posljedično, građanima s prosječnim i ispodprosječnim primanjima snižena je kreditna sposobnost, pa im banke nude značajno manje iznose stambenih kredita. Stoga u ovoj godini očekujemo pad potražnje za stambenim kreditima.

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

U 2018. očekujemo veći volumen isplate novih kredita od naplate, pa bi ponovno trebali zabilježiti rast ukupnih kredita. Optimizam temeljimo na procjeni manjeg volumena prodaje neprihodujućih kredita i većeg refinanciranja kredita u segmentu poduzeća, gdje rastuća atraktivnost ponude kunskih kredita doprinosi otplati inozemnih zaduženja poduzeća. Očekujemo i manje gubitaka na vrijednosti kredita, budući da su rezerviranja za rizike na plasmanima u Agrokor i komercijalno povezanim poduzećima provedena u prošloj godini. Posljedično, očekujemo i pad učešća neprihodujućih kredita u ukupnim ispod 10%, te rast rezultata poslovanja banaka prema razinama ostvarenim u 2016.

Anton Starčević

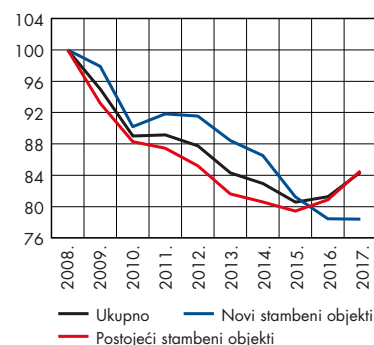
Početak oporavka uz visoku segmentaciju tržišta

- Godišnji rast cijena stambenih nekretnina (ICSN) u 2017. 3,8%
- ...ali i dalje na znatno nižim razinama u odnosu na 2008.

Uz izuzetak 2011. kada je zabilježena godišnja stagnacija cijena stambenih nekretnina, u razdoblju od 2009. do 2015. one su prema indeksu cijena stambenih nekretnina (ICSN) bilježile kontinuirane negativne godišnje stope rasta. Kumulativno u spomenutom razdoblju cijene stambenih prostora zabilježile su smanjenje za oko 20%. Isto razdoblje pratilo je i zamjetno smanjenje fizičkih pokazatelja u građevinarstvu te snažan pad bruto dodane vrijednosti u ovom sektoru. Niže cijene pri tome su bile posljedica pada cijena i novih i postojećih stambenih objekata na svim područjima.

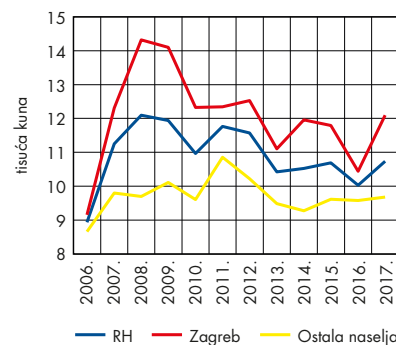
2016. godina je donijela preokret i prvi blagi rast prosječnih cijena stanova (0,9%) koji se nastavio i u 2017. Štoviše stopa rasta ubrzala se u posljednjem tromjesečju na 7,8% pa je 2017. zaključena uz prosječni godišnji rast cijena od 3,8%. Pri tome je godišnji rast prvenstveno podržan rastom cijena postojećih stambenih objekata (4,6%) dok su novi objekti nastavili s padom na godišnjoj razini (-0,1%). Naposljetku unatoč rastu cijena stambenih nekretnina u posljednje dvije godine one su i dalje na oko 15% nižim razinama u odnosu na 2008. Uz ICSN koji objavljuju HNB i DZS a koji obuhvaća sve podatke o transakcijama nekretnina (kuća i stanova/apartmana) na području RH, prikupljene na temelju Prijave poreza na promet nekretnina, službena statistika donosi još i pokazatelje kretanja cijena prodanih novih stanova koje objavljuje DZS. Međutim, iako se radi o službenim pokazateljima podaci o kretanju cijena stambenih nekretnina iz navedenih dviju baza znatno se razlikuju budući da su obuhvat podataka i metodologija prikupljanja podataka različiti (ICSN obuhvaća sve vrste stambenih nekretnina dok se podaci DZS-a prikupljeni izvještajnom metodom odnose isključivo na prodane nove stanove). Naime, prema podacima o kretanju cijena novih stanova nakon godišnjeg pada u 2016. (-6,1%) u prošloj godini je zabilježen rast cijena od 7%. Obzirom da podaci ukazuju na snažniji godišnji rast cijena u Zagrebu u odnosu na ostala naselja (15,8% u odnosu na 1%) razvidno je da su više cijene novih stanova u Zagrebu imale snažniji pozitivan doprinos ukupnom rastu cijena novih stanova u odnosu na ostala područja. Unatoč zamjetnom rastu ovog pokazatelja u 2017., cijene prodanih novih stanova su i dalje na oko 11% nižim razinama u odnosu na 2008. Iako se podaci o kretanju cijena stambenih nekretnina iz dva službena izvora razlikuju, oba pokazatelja ukazuju na rast cijena nekretnina što uz povoljnije indikatore iz sektora građevinarstva potvrđuje umjereni oporavak tržišta nekretnina. Međutim, ostaje činjenica da je transparentnost i dostupnost podataka s tržišta nekretnina vrlo niska budući da nedostaje niz relevantnih pokazatelja kojima bi se mogla napraviti kvalitetna i relevantna analiza tržišta (poput likvidnosti, broja provedenih kupoprodaja po različitim vrstama nekretnina i njihove cijene (uredski prostori, trgovački centri, logistički centri itd.), podaci s tržišta najma, stopa popunjenosti, tražene i postignute cijene). Nesređenost podataka o nekretninama veliki je uteg i kod uvođenja vrijednosnog poreza na nekretnine koji se prema posljednjim informacijama neće uvesti barem do 2021. Do tada, prema Nacionalnom programu reformi, provoditi će se pripremne radnje za njegovu implementaciju.

Indeksi cijena stambenih nekretnina (2008. = 100)



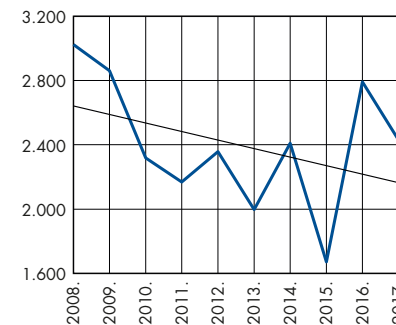
Izvori: HNB, DZS, Raiffeisen istraživanja

Cijene prodanih novih stanova, god. promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj prodanih novih stanova



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Marijana Cigić

Euro područje – izgledi povećanja kamatnih stopa u 2019.

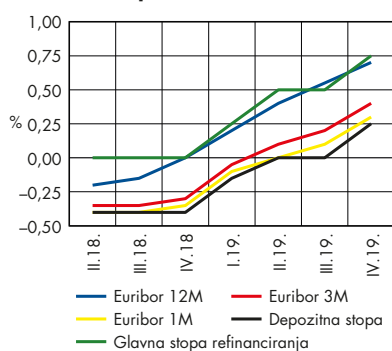
- ESB bez promjena kamatnih stopa u ovoj godini
- Program otkupa obveznica najmanje do rujna

Eurozona: ekonomske prognoze

	2017.	2018.e	2019.f
BDP (% yoy)	2,5	2,5	1,7
HICP (% yoy)*	1,5	1,5	1,7
Temeljna inflacija (% yoy)	1,1	1,4	1,7
Tekući račun, % BDP-a	3,5	3,3	3,1
Saldo proračuna, % BDP-a	-1,1	-0,9	-0,8
Stopa nezaposlenosti	9,1	8,3	7,4
Rast stope zaposlenosti (% yoy)	1,6	1,4	1,1

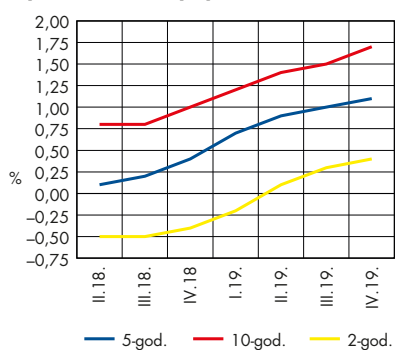
HICP – harmonizirani indeks potrošačkih cijena
Izvori: Thomson Reuters, EK, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Kamatne stope na novčanom tržištu



Izvor: RBI/Raiffeisen RESEARCH

Njemačka krivulja prinosa



Izvor: RBI/Raiffeisen RESEARCH

U uvjetima nastavka gospodarskog oporavka Europska središnja banka sve više naglašava namjeru normalizacije mjera monetarne politike. Štoviše, rast gospodarstva eurozone već nekoliko tromjesečja nalazi se iznad dugoročnog prosjeka, a snažan rast očekuje se i tijekom ove godine (2,5%). Iako navedeno upućuje na približavanje formalne odluke o prestanku programa otkupa vrijednosnica, očekujemo kako će ESB biti oprezan u daljnjim potezima. Dinamika i opseg prilagodbe ekspanzivne monetarne politike najvjerojatnije će prvenstveno ovisiti o (očekivanom) kretanju inflacije. Kronološki slijed prilagodbe monetarne politike već sada jasno je definiran: povećanje referentnog kamatnjaka uslijedit će s određenim (duljim) vremenskim odmakom nakon završetka programa otkupa obveznica. Prema trenutnim očekivanjima, a uz pretpostavku daljnjeg rasta BDP-a i inflacije u narednim mjesecima, ESB će prestati s programom kupnji obveznica u rujnu, ili najkasnije do prosinca ukoliko se odluči za alternativu postupnog smanjivanja kupnji od 10 mlrd. mjesečno. U oba slučaja prvo podizanje kamatnih stopa očekujemo najranije na kraju prvog tromjesečja 2019. Očekivanja glede budućih poteza središnje banke tržište uobičajeno anticipira i ugradi u kotacije ranije pa procjenjujemo polagani rast kamatnih stopa Euribora (s dospeljećem tri mjeseca i dulje) krajem ove godine. Nadalje, u slučaju prestanka programa otkupa obveznica krajem ove godine može se očekivati pritisak na rast prinosa na njemačke državne obveznice ("flow effect"). S druge strane veliki portfelj obveznica u bilanci ESB-a vršit će pritisak na smanjenje prinosa ("stock effect") kroz pritisak na terminsku premiju (naknada investitoru zbog ulaska u obveznice duljeg dopijeaća uslijed prisutnih neizvjesnosti). Tržište je u svoja očekivanja odluku o podizanju referentnih kamatnih stopa već odgodilo za više od tri mjeseca, do kraja drugog ili početka trećeg tromjesečja 2019. Ipak smatramo kako bi nadolazeće objave ekonomskih indikatora i inflacije trebale ponovno ojačati očekivanja da bi se prvo podizanje referentnih kamatnih stopa trebalo dogoditi krajem prvog odnosno na početku drugog tromjesečja 2019. Nakon prvog povećanja kamatnih stopa očekuje se kako će dinamika daljnjeg podizanja biti izrazito blaga (unatoč snažnijoj dinamici u povijesti) s očekivanim rastom od oko 0,75 bp između sredine 2019. i kraja 2020.). Što se tiče kamatnih stopa na novčanom tržištu smatramo da depozitna stopa ostaje glavna referentna stopa u idućih nekoliko godina. Višak likvidnosti u bankarskom sustavu iznosi gotovo 1.900 mlrd. eura, a najvjerojatnije će se povećati na znatno više od 2.000 milijardi eura do rujna 2018. Prema našim procjenama ESB neće smanjiti svoj portfelj obveznica ili bilance na normalnu razinu još mnogo godina, zbog čega će se visoka razina viška likvidnosti dugo zadržati. Kao posljedica toga, kamatna stopa po kojoj banka može posuditi sredstva od ESB-a (glavna stopa refinanciranja/*main refinancing rate*) neće biti relevantni čimbenik međubankarskog poslovanja u idućih nekoliko godina. Umjesto toga, ono što će ostati kao referentna kamatna stopa za kamatne stope na tržištu novca je kamatna stopa po kojoj banke mogu položiti svoju obično veliku likvidnost kod središnje banke (depozitna stopa ili kamatna stopa za transakcije koje apsorbiraju likvidnost/*deposit facility rate or interest rate for liquidity-absorbing transactions*).

Gottfried Steindl, Joerg Angele, Zrinka Živković Matijević

Kratkoročna kretanja obilježena niskom likvidnošću, dugoročni izgledi pozitivniji

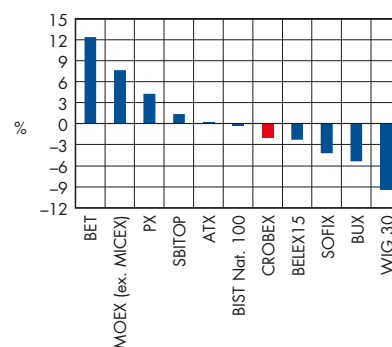
- Dionički indeksi regije SIE od početka godine ostvarili mješovite rezultate
- Niska likvidnost čini domaće dioničko tržište manje atraktivnim u usporedbi s regionalnim dioničkim tržištima
- Ponovno trgovanje solventnim sastavnicama Agrokora po završetku nagodbe moglo bi dati pozitivan impuls domaćem dioničkom tržištu

U prvom tromjesečju ove godine dionički indeksi SIE regije zabilježili su mješovite rezultate. I dok su mađarski BUX i poljski WIG 30 zabilježili negativna kretanja u skladu s razvijenijim europskim tržištima, ruski MOEX i češki PX uspješno su se odmakli od tog trenda. Tako je glavni dionički indeks na ruskom tržištu, MOEX, godinu započeo sa snažnim stopama rasta, a prinos je u prvom tromjesečju iznosio 7,6 posto. Pozitivna kretanja MOEX-a, u kojem značajan udio imaju naftne kompanije, podržana su rastom cijena nafte na svjetskim tržištima i revizijama rasta ruskog BDP-a za 2018. prema gore. Ipak, politički faktori ostaju potencijalna prijetnja kretanjima kako ruskog dioničkog tržišta, tako i cijelog ruskog gospodarstva. Na strani gubitnika, WIG 30 zabilježio je pad od 9,5%, dok je BUX pao 5,4%. U obzir treba uzeti da u Poljskoj i Mađarskoj nije došlo do zamjetnog usporavanja gospodarstva kojim bi se mogla objasniti spomenuta kretanja, a očekujemo da će obje države zabilježiti solidne stope rasta i u 2018. Isto tako, ovaj je pad uslijedio nakon dužeg razdoblja rasta obaju indeksa, a činjenica je da nakon dužeg razdoblja povoljnih gospodarskih kretanja i porasta dobiti po dionici može doći do korekcije tržišta, odnosno pada vrijednosti dionica koje su u jednom trenutku postale precijenjene.

CROBEX je u istom razdoblju zabilježio blagi pad u iznosu od 2,1%. Najveću stopu rasta među sastavnicama zabilježila je dionica Atlantic Grupe (12,5%), čiji je rast bio podržan porastom operativne profitabilnosti i rastom neto dobiti sukladno objavi rezultata kojom je zaokružena cijela 2017. S druge strane, tek je 5 dionica od ukupno 22 koje su bile u sastavu CROBEX-a na kraju prvog tromjesečja u tom razdoblju zabilježilo porast. Najveći je pad zabilježila dionica Optima Telekom (-25,5%), dok je najveći pad među dionicama s ponderom u CROBEX-u većim od 5% zabilježila dionica Končar – Elektroindustrije (-8,4%). Promatrano sektorski, najveći pad (-9,14%) zabilježio je CROBEXtransport. Cijene dionica hrvatskih brodara zabilježile su negativna kretanja uslijed pada Baltic Dry indexa (indeksa vozarina za rasute terete), koji je unutar prvog tromjesečja pao 22,8 posto. Pozitivna kretanja na sektorskoj razini zabilježio je jedino CROBEXnutris, i to s niskim rastom od 0,43%.

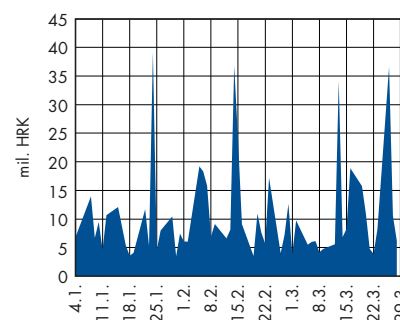
U prvom tromjesečju 2018. najviše se trgovalo dionicom Valamar Riviere (54,8 mil. kuna), koja je značajna sastavnica CROBEX-a i u njemu sudjeluje s visokih 9,8%. Daljnja konsolidacija turističkog sektora obilježila je prvo tromjesečje u kojem je objavljena prodaja većinskog državnog udjela u Hotelima Makarska Valamar Rivieri (koja na tom poslu djeluje zajedno s AZ društvom za upravljanje obveznim

Regionalni indeksi – prinosi*



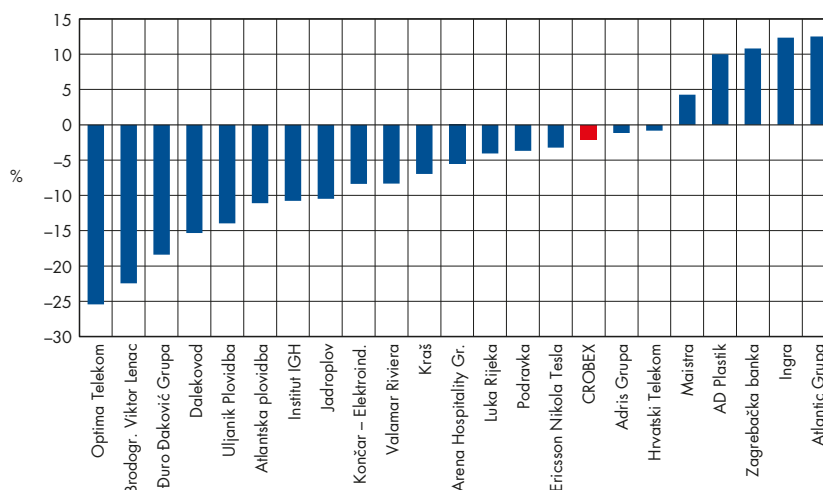
* u lokalnoj valuti na datum 30.3.2018. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Promet dionicama



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati CROBEX sastavnica u prvom tromjesečju 2018. (dividende nisu uključene)*



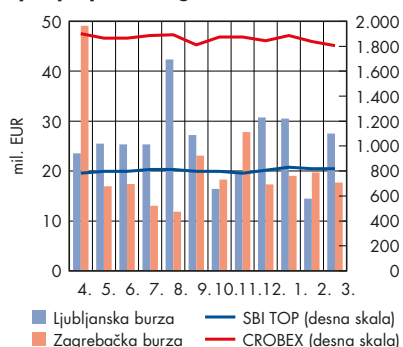
* povrati izračunati na datum 30.3.2018. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Broj i tržišna kapitalizacija dionica



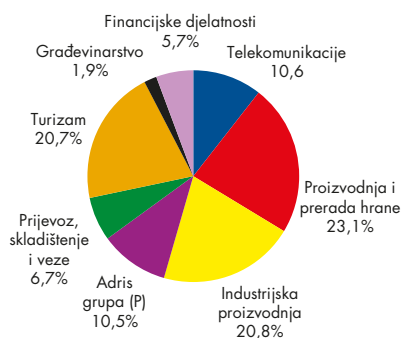
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Promet i mjesečno kretanje indeksa Ljubljanske i Zagrebačke burze



Izvori: Zagrebačka burza, Ljubljanska burza, Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Sektorski sastav CROBEX-a*



*na datum 31.3.2018.

Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

mirovinskim fondovima), te prodaja većinskog udjela HUP-a Zagreb Adris grupi. Te transakcije će biti vidljive u financijskim izvještajima tih društava u drugom tromjesečju jer je ugovor Valamara i AZ-a sa CERP-om sklopljen tek u drugom tromjesečju, a Adris grupa je 20. travnja objavila da je izvršeno zaključenje transakcije nakon ispunjenje uvjeta o kupoprodaji iz ugovora o transakciji preuzimanja dionica.

Po prometu Zagrebačkoj burzi usporediva je Ljubljanska burza, čiji je prosječni mjesečni promet u promatranom razdoblju iznosio 26 mil. eura, dok je na Zagrebačkoj burzi prosječni mjesečni promet iznosio 21 mil. eura. No, na Ljubljanskoj burzi je na kraju prvog tromjesečja bilo uvršteno tek 36 dionica, a tržišna kapitalizacija iznosila je 5,3 mlrd. eura. Na Zagrebačkoj burzi su na kraju prvog tromjesečja bile aktivne 102 dionice i tržišna je kapitalizacija iznosila 18,6 mlrd. eura. Investitorima je bitna likvidnost dioničkog tržišta jer je za ulagače ključno da svoju investiciju mogu brzo i bez značajnih troškova pretvoriti u likvidna sredstva. Prema tržišnoj kapitalizaciji Zagrebačkoj burzi je više usporedivo češko i mađarsko dioničko tržište, no ona imaju i značajno veće promete od hrvatskog (528, odnosno 783 mil. eura u ožujku) te su iz tog razloga i atraktivnija. P/E omjer (eng. price-to-earnings ratio ili PER) dioničkih indeksa se izračunava stavljanjem u omjer trenutne tržišne cijene svih dionica u indeksu i zarade po dionici svih dionica u indeksu koje se očekuju u ovoj ili narednoj godini. Gledano prema očekivanom P/E omjeru za CROBEX za 2018. (13,88x) te 13,9x za 2019., hrvatsko dioničko tržište je relativno atraktivno vrednovano u odnosu na ostale indekse u regiji, i s obzirom na to da nije bilo značajnijih korekcija cijena očekuju se veće zarade po dionicama u indeksu.

Na broj aktivnih dionica te zadržavanje tržišne kapitalizacije ispod 140 mlrd. kuna je, između ostalog, utjecao i proces izvanredne uprave u Agrokoru. Od početka procesa došlo je do značajnog smanjenja tržišne kapitalizacije dionica sastavnica Agrokoru te je obustavljeno trgovanje istima 21. veljače po odluci Burze radi promjene izvanrednog povjerenika. Nakon toga, donesena je odluka o zabrani trgovanja od strane Hanfe zbog povjerljivih informacija koje proizlaze iz cjelokupnog procesa nagodbe te se od tada nije trgovalo sastavnicama Agrokoru. Epilog tog procesa će se vidjeti u financijskim rezultatima društava vjerovnika u drugom tromjesečju jer će do tada već biti izvjestan konačan nacrt nagodbe. Početkom travnja potpisan je okvirni sporazum o ključnim elementima nagodbe, prema kojem će se na novo hrvatsko holding društvo prenijeti dionice solventnih društava Agrokor grupe, a istaknuto je da takav prijenos neće imati utjecaja na druge manjinske i većinske dioničare. Od travnja 2017. do veljače 2018. sastavnice Agrokoru zabilježile su pad tržišne kapitalizacije za 8 puta te je na kraju veljače ukupna tržišna kapitalizacija iznosila samo 374 mil. kuna. Sa svim sastavnicama Agrokor grupe, čija je imovina veća od njihovih obveza a uvrštena su na Burzu, trgovanje bi se trebalo nastaviti nakon što Hanfa opozove odluku o zabrani trgovanja, što bi trebalo biti nakon što sud donese rješenje o potvrdi nagodbe, za koju je najkasniji zakonski rok 10. srpnja.

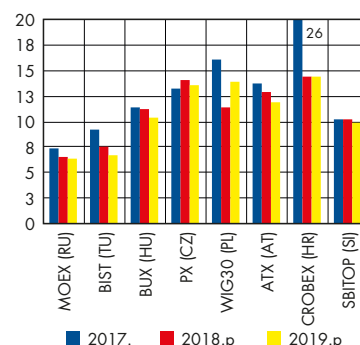
Generalno niska likvidnost tržišta s obzirom na usporedive burze, te nezainteresiranost stranih investitora za hrvatsko tržište kapitala unatoč solidnim makroekonomskim pokazateljima natjerali su i domaće institucionalne investitore da se okrenu stranim dioničkim tržištima za dio svog portfelja koji su namjeravali alocirati u dionice. Stoga je i dalje moguć nastavak negativnih trendova te korek-

cije cijena dionica na domaćem tržištu kapitala. Završetak postupka izvanredne uprave u Agrokoru početkom posljednjeg tromjesečja ove godine i ponovno trgovanje preostalim solventnim sastavnicama Agrokora mogli bi dati pozitivan impuls kretanju cijena dionica na Zagrebačkoj burzi.

U slučaju da konačna nagodba Agrokora bude u okvirima uvjeta dogovorenih početkom travnja ne očekujemo dodatne rezervacije vjerovnika Agrokora. S obzirom na očekivanja još jedne rekordne turističke sezone očekujemo porast osobne potrošnje te dobre financijske rezultate poduzeća u sektoru proizvodnje i prerade hrane, pogotovo u slučaju nastavka inozemne potražnje. Pozitivno kretanje indeksa CROBEXturist očekujemo na razini cijele godine jer bi povećane investicije u turističkom sektoru i rastuća popularnost Hrvatske kao turističke destinacije mogli rezultirati rezultatima poslovanja kompanija koji su veći od očekivanih.

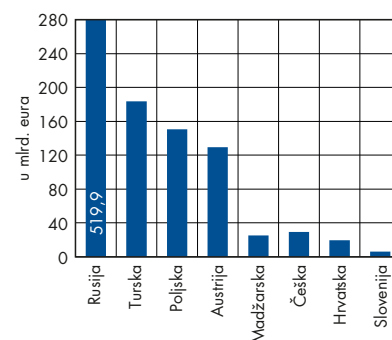
Tea Pevec, Viktor Viljevac

P/E omjer dioničkih indeksa



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

Pregled tržišne kapitalizacije*



*na datum 31.3.2018.
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Multiple CROBEX kompanija (rezultati za 2017.)

Kompanija	PER	EV/EBITDA
AD Plastik	14,24	6,88
Adris Grupa (P)	21,21	10,30
Arena Hospitality Group	24,36	10,69
Atlantika Grupa	11,14	7,47
Atlantska Plovidba	neg.	9,27
Đuro Đaković Holding	neg.	29,32
Dalekovod	40,34	9,33
Ericsson Nikola Tesla	22,20	12,59
Hrvatski Telekom	15,21	3,64
Institut IGH	neg.	42,58
Ingra	7,30	n.a.
Jadroplov	neg.	24,43
Končar-Elektroindustrija	19,33	9,13
Kraš	18,79	8,23
Luka Rijeka	104,39	78,88
Maistra	20,10	12,70
OT-Optima Telekom	neg.	4,22
Podravka	34,53	8,38
Valamar Riviera	19,99	11,35
Uljanik Plovidba	15,67	11,54
Brodogradilište Viktor Lenac	4,53	2,57
Zagrebačka Banka	17,22	n.a.

* u lokalnoj valuti na datum 23.4.2018. (18:30 sati)
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomska i financijska 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
 Tea Pevec, financijski analitičar; tel.: 01/ 46 95 098, e-adresa: tea.pevec@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

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodana vrijednost

BoE – *Bank of England*

CDS – *Credit Default Swap*

CHF – švicarski franak

CIS – Zajednica neovisnih država

CPI – indeks potrošačkih cijena

DZS – Državni zavod za statistiku

e – procjena (*estimate*)

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

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

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*

PDV – porez na dodanu vrijednost

pr – prosjek razdoblja

RBA – *Raiffeisen Bank*

SAD – Sjedinjene Američke Države

SE – zemlje Srednje Europe

SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe

SNB – *Swiss National Bank*

USD – američki dolar

ZIBOR – *Zagreb Interbank Offered Rates*

ZSE – *Zagreb Stock Exchange*

Publikacija je dovršena 26. travnja 2018.

Publikacija odobrena od strane urednika: 2. svibnja 2018. u 11:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 2. svibnja 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 i financijska istraživanja je organizacijska jedinica 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 sudjele 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.