

RBAanalyze

broj 70
srpanj 2018.

Korak do investicijskog rejtinga

- Rast na krilima domaće potražnje
- Jačanje inflatornih pritisaka
- Troškovi zaduživanja ostaju niski
- Blagi rast Crobex-a

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Paul Prescott

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Korak do investicijskog rejtinga	5
--	---

Realni sektor, tržište rada

Povratak starog modela rasta	6
------------------------------------	---

Platna bilanca, inozemni dug

Razduživanje se nastavlja	8
---------------------------------	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Ogromna likvidnost, niske kamatne stope i stabilan EUR/HRK	9
--	---

Fiskalna politika i tržište duga

Rast prihoda, obuzdavanje rashoda i pad javnog duga	11
---	----

Pet godina Hrvatske u EU

Izgleda dobro, no jesmo li bolje mogli više i bolje?	13
--	----

Financijski sustav

Nakon nagodbe vjerovnika s Agrokorom očekujemo rast kreditne aktivnosti u sektoru poduzeća	17
--	----

Nafta

Rast cijena sirove nafte	18
--------------------------------	----

Politike središnjih banaka

Promjene u politikama središnjih banaka poznate i očekivane	19
---	----

Tržište dionica

Blagi rast indeksa uz smanjenu likvidnost	20
---	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.e	2019.f	2020.f
BDP i proizvodnja								
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-0,5	-0,1	2,4	3,5	2,9	2,3	2,5	2,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	43.808	43.456	44.630	46.664	49.044	51.214	53.205	55.360
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.288	10.254	10.531	11.094	11.782	12.403	12.952	13.545
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	1,0	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	2,0	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	11,1	10,5	9,6
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	17,4	17,3	16,3	13,1	11,3	10,5	9,7	9,3
Prosječna neto plaća, u HRK	5.515	5.534	5.594	5.685	5.984	6.223	6.428	6.635
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	283,3	287,0	288,5	289,1
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	80,4	84,0	83,7	80,2	77,4	75,3	72,5	70,1
Bilanca plaćanja i dug								
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	18.768	19.677	21.473	22.778	25.148	26.530	28.122	29.444
% promjena	2,5	4,8	9,1	6,1	10,4	5,5	6,0	4,7
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	18.599	18.852	20.442	21.456	24.073	25.550	27.339	28.569
% promjena	2,6	1,4	8,4	5,0	12,2	6,1	7,0	4,5
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	0,9	2,0	4,5	2,6	3,9	2,2	2,4	2,3
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706	17.000	17.300	17.650
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	8,3	8,1	8,0	7,6	7,8	8,0	7,6	7,4
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	737	2.298	190	1.716	1.747	1.106	2.300	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	40,0	39,9	40,8
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	104,6	106,8	101,7	89,3	81,8	78,1	75,0	73,7
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	244,1	235,9	211,4	182,9	159,3	150,8	141,9	138,6
Financijski pokazatelji								
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,55	6,30	6,99	6,99	6,27	6,41	5,73	5,55
pr, USD/HRK	5,71	5,75	6,86	6,80	6,62	6,27	6,00	5,53
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	114,4	118,1	121,1
% promjena	11,5	9,6	11,4	18,1	19,1	15,0	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	0,5	0,6	0,8
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	2,5	1,9	1,4	0,9	0,5	0,1	0,2	0,6

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	4,6	4,6	3,9
Mađarska	2,2	4,0	4,2	3,4
Češka	2,5	4,5	3,5	3,2
Slovačka	3,3	3,4	4,0	4,0
Slovenija	3,1	5,0	4,3	3,0
SE	2,8	4,4	4,2	3,7
Hrvatska	3,5	2,9	2,3	2,5
Bugarska	3,9	3,6	4,0	3,8
Rumunjska	4,8	7,0	4,2	3,5
Srbija	2,8	1,9	3,0	2,5
BiH	3,1	3,0	3,0	3,0
Albanija	3,4	3,8	4,0	3,8
JIE	4,1	5,1	3,7	3,3
Rusija	-0,2	1,5	1,5	1,5
Ukrajina	2,4	2,5	3,0	2,5
Bjelorusija	-2,5	2,4	3,0	2,5
IE	-0,1	1,6	1,6	1,6
SIE	1,4	3,0	2,7	2,5
Austrija	1,5	3,0	3,0	1,9
Njemačka	1,9	2,5	2,2	1,6
Eurozona	1,8	2,6	2,3	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	2,0	2,6
Mađarska	0,2	2,4	2,4	2,8
Češka	0,7	2,5	2,0	2,2
Slovačka	-0,5	1,3	2,6	2,3
Slovenija	-0,2	1,6	2,0	2,3
SE	-0,2	2,1	2,1	2,5
Hrvatska	-1,1	1,1	1,4	2,0
Bugarska	-0,8	2,1	2,6	3,1
Rumunjska	-1,5	1,3	4,7	3,4
Srbija	1,2	3,2	2,2	2,9
BiH	-1,1	1,3	1,3	2,0
Albanija	1,3	2,0	2,2	2,6
JIE	-0,9	1,6	3,4	3,0
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	4,0	3,2	3,1	3,7
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	-7,9	5,4	7,7	5,6
Mađarska	-15,5	16,8	6,3	4,0
Češka	-2,4	7,2	8,9	6,4
Slovačka	-8,3	3,2	8,5	3,0
Slovenija	-3,6	10,3	n.v.	n.v.
SE	-7,6	7,3	7,5	5,0
Hrvatska	6,5	3,8	5,0	6,0
Bugarska	-6,6	3,8	4,5	5,0
Rumunjska	-2,0	4,7	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	-0,2	3,7	4,8	5,6
Rusija	-1,4	3,6	3,0	2,5
Ukrajina	20,1	25,0	10,0	5,0
Bjelorusija	-14,5	5,0	7,0	n.v.
IE	-0,4	5,0	3,6	2,6
SIE	-2,7	5,6	5,0	3,8
Austrija	3,7	4,9	3,8	2,3
Njemačka	2,9	4,0	n.v.	n.v.
Eurozona	3,0	4,0	3,2	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	2,9	1,8	0,8
Češka	1,6	1,1	0,6	0,3
Slovačka	-1,5	-2,1	-2,7	-0,5
Slovenija	5,2	6,4	6,3	5,5
SE	0,7	0,6	0,1	-0,2
Hrvatska	2,6	3,9	2,2	2,4
Bugarska	5,3	3,9	3,7	3,1
Rumunjska	-2,1	-3,4	-4,0	-4,3
Srbija	-3,1	-5,5	-6,3	-6,0
BiH	-4,9	-4,8	-5,1	-5,5
Albanija	-9,1	-6,7	-6,7	-6,2
JIE	-1,0	-1,7	-2,4	-2,5
Rusija	2,0	2,5	4,9	4,7
Ukrajina	-4,1	-3,4	-4,1	-4,3
Bjelorusija	-3,6	-1,7	-3,1	-2,9
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	-2,3	-2,5	-2,5

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
Poljska	-2,3	-1,7	-1,8	-1,9
Mađarska	-2,0	-2,0	-2,5	-2,5
Češka	1,3	0,0	0,5	0,0
Slovačka	-2,2	-1,0	-1,0	-1,0
Slovenija	-1,9	0,0	0,2	0,1
SE	-1,5	-1,2	-1,2	-1,4
Hrvatska	-0,9	0,8	-0,5	-1,0
Bugarska	1,6	0,9	-0,5	-0,5
Rumunjska	-3,0	-2,9	-3,5	-3,0
Srbija	-1,3	0,7	-0,8	-1,2
BiH	1,2	1,0	0,0	0,5
Albanija	-2,5	-2,0	-2,0	-1,8
JIE	-1,6	-1,3	-2,1	-2,0
Rusija	-3,7	-1,5	0,3	0,5
Ukrajina	-2,9	-3,1	-2,6	-2,2
Bjelorusija	1,5	2,9	1,5	1,0
IE	-3,5	-1,5	0,2	0,3
SIE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	-1,6	-0,7	-0,3	0,0
Njemačka	1,0	1,3	0,3	0,5
Eurozona	-1,5	-0,9	-0,7	-0,6
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	50,6	49,0	48,0
Mađarska	73,9	72,1	71,4	70,2
Češka	36,8	34,7	32,3	30,7
Slovačka	51,8	50,9	49,5	47,3
Slovenija	78,6	73,6	70,0	66,3
SE	54,1	51,3	49,6	48,2
Hrvatska	80,2	77,4	75,3	72,5
Bugarska	29,1	25,1	24,0	23,0
Rumunjska	37,4	35,0	35,7	36,5
Srbija	71,6	61,4	57,9	56,8
BiH	40,4	37,5	37,0	38,5
Albanija	71,0	69,9	69,0	65,0
JIE	46,5	43,1	42,7	42,4
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	18,3	17,4	16,9	16,9
SIE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	83,6	78,4	74,4	71,3
Njemačka	68,2	64,1	63,3	61,3
Eurozona	89,0	86,7	84,5	82,2
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	72,1	65,0
Mađarska	98,3	86,7	81,3	75,3
Češka	74,0	90,5	87,9	85,7
Slovačka	90,9	97,7	109,3	106,1
Slovenija	110,9	100,4	93,1	87,2
SE	66,7	68,2	66,2	61,2
Hrvatska	89,3	81,8	78,1	75,0
Bugarska	70,7	64,6	62,3	60,2
Rumunjska	54,7	49,8	50,0	50,7
Srbija	75,6	68,1	62,4	60,7
BiH	54,4	54,2	54,4	54,4
Albanija	71,7	67,5	61,7	57,5
JIE	64,2	58,8	57,2	56,5
Rusija	39,0	29,3	34,0	33,4
Ukrajina	121,7	102,1	91,1	87,7
Bjelorusija	78,8	73,3	69,9	66,5
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	121,4	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjeak)

	2016.	2017.e	2018.f	2019.f
Poljska	4,36	4,26	4,22	4,17
Mađarska	311,47	309,27	318,36	320,00
Češka	27,03	26,33	25,33	24,80
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	128,17	126,92
Rusija	74,14	65,92	72,55	78,34
Ukrajina	28,27	30,04	32,36	35,76
Bjelorusija	2,20	2,18	2,40	2,63
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	euro	euro	euro	euro
SAD	1,11	1,13	1,19	1,25

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	BBB-	Ba1	BBB-
Ukrajina	B-	Caa2	B-
Bjelorusija	B	B3	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

Korak do investicijskog rejtinga

Rast na krilima potrošnje obilježio je prvu polovicu 2018., a poticaji rastu potrošačkog optimizma dolaze od poboljšanja na tržištu rada te povoljnih rezultata i očekivanja od središnje turističke sezone. S druge strane značajno je usporio rast izvoza roba što se ogleda i u nepovoljnim pokazateljima u industrijskoj proizvodnji. Ohrabruje oporavak investicija koje su u 2018. očekivano ostvarile nešto povoljnije stope rasta. Sasvim je izgledno da smo rast predvođen izvozom zamijenili rastom oslonjenim na domaću potražnju samo bez (značajnijeg) rasta zaduživanja. Stoga i u uvjetima solidne inozemne potražnje, niska konkurentnost i visoka uvozna ovisnost, naposljetku imaju negativan neto učinak na bruto domaći proizvod.

U srpnju ove godine dovršen je proces financijskog restrukturiranja koncerna postizanjem nagodbe s vjerovnicima pa su s te osnove umanjeni negativni rizici za gospodarstvo. Rast predvođen potrošnjom pogoduje prihodnoj strani proračuna pa je uz obuzdavanje rashoda sasvim izgledno ostvarivanje gotovo uravnoteženog proračuna. Poboljšanje upravljanja javnim financijama, blago jačanje kune i primarni suficit omogućavaju daljnji pad javnog duga. U takvim uvjetima izgledi dugoročnog kreditnog rejtinga postaju pozitivni sugerirajući mogućnost povratka u investicijski rejting početkom 2019. Tome u prilog ide daljnje smanjenje vanjske ranjivosti koja se ogleda u smanjenju bruto inozemnog duga, višku na tekućem računu platne bilance i rastućim deviznim pričuvcama RH. Međutim, faza uzlaznog ciklusa poslovne aktivnosti kao i ostvarivanje stope rasta veće od potencijalne ne mogu trajati unedogled. Štoviše, u osnovnom scenariju započeto usporavanje gospodarstva pred kraj prošle godine nastavljeno je i tijekom 2018. Iako je projicirani realni rast od 2,3% više izložen pozitivnim rizicima, on upozorava na ograničene potencijale koji proizlaze iz duboko ukorijenjenih slabosti i sporih promjena, osobito u područjima javnih sustava.

U međuvremenu, monetarna politika ostaje dosljedna u provođenju politike stabilnog tečaja, jer unatoč većoj naklonosti k domaćoj valuti u bilancama svih sektora jasno je prisutna velika izloženost valutom riziku kroz obveze vezane uz euro. Inflacija polagano ubrzava predvođena energijom, ne samo u Hrvatskoj već i u EU. Ipak, uvjeti visoke likvidnosti i niskih kamatnih stopa biti će okruženje tijekom druge polovice godine pa čak i nakon završetka programa otkupa obveznica od strane Europske središnje banke. Stezanje monetarne politike putem podizanja referentnih kamatnih stopa za sada nije izgledno prije druge polovice 2019. pa troškovi zaduživanja na financijskim tržištima ostaju povoljni.

Dakle, kratkoročni izgledi rasta ostaju povoljni, ali dugoročni izvori rasta su i dalje slabi. U usporedbi s prosjekom EU u posljednjih petnaestak godina hrvatski BDP po glavi stanovnika mjeren paritetom kupovne moći nije se značajno pomakao. Štoviše slika postaje razočaravajuća uspoređujući nas sa novim članicama iz srednje i istočne Europe. Razlozi takve dinamike poznati su kao i njihova rješavanja, ali provedba i dalje ostaje nedorečena. Za zaustavljanje komparativnog zaostajanja nužan je dinamičniji rast gospodarstva koji iziskuje i provedbu prijedloga Europske komisije koji se iz godine u godinu ponavljaju. Možda poticaj za promjene donosi novi strateški cilj Hrvatske – namjera ulaska u euro područje, budući da je za navedeno bitna dugoročna održivost politika, te naprednije institucionalno i pravno okruženje, a ne samo normativno ispunjavanje kriterija.

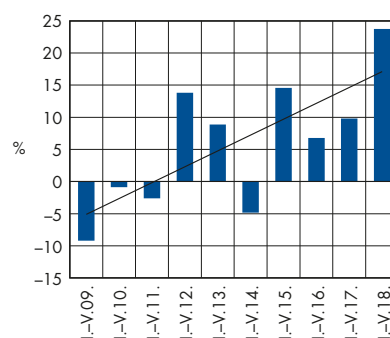
Kreditni rejting Republike Hrvatske*

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

* na dan 13. srpnja 2018.

Izvori: HNB, rejting agencije, Raiffeisen istraživanja

Godišnje promjene broja noćenja turista



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Eurozona – prognoze kamatnih stopa, kraj razdoblja

	IV.18.	I.19.	II.19.	III.19.	IV.19.
Referentna kamatna stopa	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
Euribor 1m	-0,40	-0,40	-0,20	-0,15	0,10
Euribor 3m	-0,35	-0,30	-0,15	-0,05	0,20
Euribor 6m	-0,25	-0,20	-0,10	0,05	0,30
Euribor 12m	-0,15	-0,05	0,10	0,20	0,50
2-god. prinos	-0,60	-0,50	-0,20	0,10	0,30
5-god. prinos	0,00	0,30	0,50	0,70	0,80
10-god. prinos	0,60	0,80	1,00	1,20	1,30
30-god. prinos	1,30	1,40	1,50	1,60	1,70

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Zrinka Živković Matijević

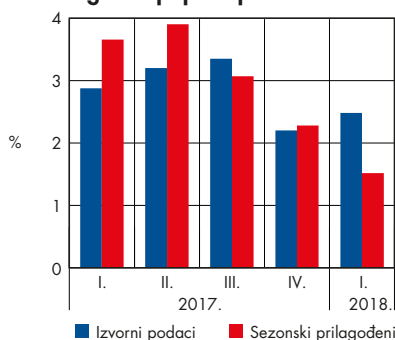


Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Povratak starog modela rasta

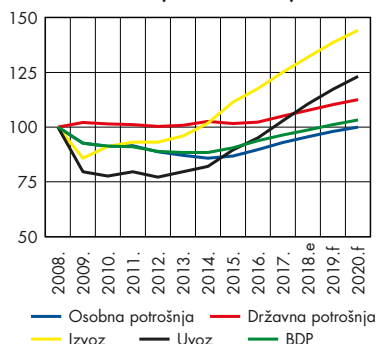
- Povoljni kratkoročni izgledi podržani osobnom potrošnjom
- ... i očekivano turizmom

Realna godišnja promjena BDP-a



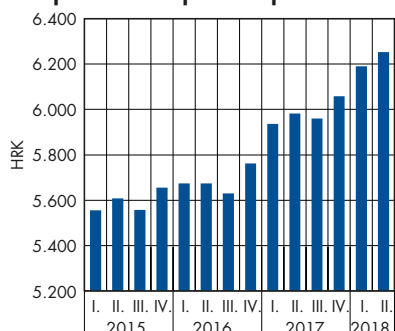
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

BDP i sastavnice (2008. = 100)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prosječna neto isplaćena plaća



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Na prvi pogled Hrvatska je u prvom ovogodišnjem tromjesečju rasla po solidnoj realnoj stopi od 2,5% na godišnjoj razini. Međutim sezonski prilagođeni podaci upozoravaju na opreznost pri donošenju zaključka da je usporavanje zabilježeno potkraj prošle godine bilo privremeno. Naime, prema sezonskim podacima usporavanje rasta započeto u drugoj polovici 2017. je nastavljeno, a komparativna statistika i drugo tromjesečje za redom potvrđuje zaostajanje rasta Hrvatske za prosjekom EU28 (1,5% naspram 2,4%).

Osim toga detaljan pogled u strukturu rasta BDP-a, kao i analiza bruto dodane vrijednosti, ukazuje na oprez i prisutnu ranjivost. Naime, unatoč nastavku rasta glavnih vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske po prvi puta nakon 2013. robni izvoz zabilježio je godišnju realnu stopu pada. S druge strane zahvaljujući visokoj uveznoj ovisnosti nastavak rasta domaće potražnje (u prvom redu investicija) uz ponovno izvrsne turističke rezultate (izvoz usluga) generirali su relativno solidne stope rasta uvoza. Uz obnovljenu potražnju za inozemnim uslugama navedeno je umanjilo pozitivne učinke domaće potražnje. Sa strane ponude, razvidno i očekivano, najsnažniji doprinos bruto dodanoj vrijednosti dolazi iz djelatnosti Trgovina na veliko i na malo, prijevoz i skladištenje, smještaj, priprema i usluživanje hrane dok jenjava pozitivan utjecaj industrije. Ohrabruje međutim daljnji rast ostalih uslužnih djelatnosti posebice u djelatnostima informacija i komunikacija.

Izvori rasta, ali i njihova dinamika, ne bi se trebali mijenjati ni narednih tromjesečja. Štoviše, indeks pouzdanja, povjerenja i očekivanja potrošača kao i visoke stope rasta realnog prometa u trgovini na malo ohrabruju očekivanja o nastavku solidnog rasta osobne potrošnje, iznad realnih 3 posto. Primjetno je da se rast osobne potrošnje i dalje odvija uz skromnu kreditnu aktivnost prema ovom sektoru. Razloge vjerojatno treba potražiti i u još uvijek razmjerno visokoj zaduženosti ovog sektora (34% BDP-a) te prisutnoj sklonosti ka razduživanju. Prisutna averzija prema zaduživanju rezultat je materijalizacije rizika u prethodnom razdoblju (kamatni i tečajni rizik). Najveća komponenta BDP-a podršku pronalazi u izvrsnim rezultatima i očekivanjima turističke sezone, padu stope nezaposlenosti i polaganom, ali ipak pozitivnom rastu zaposlenosti. Naposljetku uz umjerene stope inflacije, i niže troškove refinanciranja, na tržištu je prisutan pritisak na rast plaća. Potonje je uzrokovano ne samo administrativnim podizanjem plaća u javnom sektoru već sve većim pritiskom koji dolazi od manjka radne snage. A manjak radne snage proizlazi iz neusklađenosti ponude i potražnje koje nas uvelike podsjećaju na potrebu snažnijih i brzih provođenja reformi. Uz to ne treba zanemariti prisutne negativne migracijske trendove koji su olakšani činjenicom da smo dio jedinstvenog europskog tržišta na kojem također jača potreba za radno sposobnim stanovništvom.

Nakon usporavanja u posljednjem tromjesečju 2017. investicije su u prvom ovogodišnjem tromjesečju, unatoč razmjerno visokoj bazi, zabilježile solidnu stopu rasta od 3,6%, približivši se tako cjelogodišnjem prosjeku iz 2017. Uz nastavak ciklusa privatnog investiranja i javne investicije bi tijekom 2018. trebale dobiti svoj zamašnjak. One su velikim dijelom naslonjeni na projekte (su)financirane

sredstvima iz EU fondova, ali njihova realizacija uvelike je uvjetovana administrativnim kapacitetima javne uprave. Njih Europska komisija u proljetnom Izvješću o Hrvatskoj¹ još uvijek ocjenjuje nedostatnim zbog nedovoljnog strateškog planiranja, malih kapaciteta za provedbu i ustrojstvenih različitosti. Ipak, najavljeni i odgođeni javni projekti iz prijašnjih razdoblja, uz nisku bazu, niske troškove refinanciranja i prisutan poslovni optimizam mogli bi pridonijeti snažnijem rastu investicija tijekom 2018.

Jačanje investicijske aktivnosti uz nastavak snažnog rasta izvoza usluga (primarno turizma) za posljedicu će imati i jačanje robnog uvoza zbog već poznate visoke ovisnosti o uvozu. S druge strane rast raspoloživog dohotka i potreba za specifičnim uslugama utjecat će na nastavak snažnog rasta uvoza usluga. Posljedično, unatoč još jednoj rekordnoj turističkoj sezoni te blagom opravku robnog izvoza (kojeg očekujemo u nastavku godine) doprinos rastu BDP-a od strane neto inozemne potražnje biti će negativan.

Naposlijetku, državna potrošnja s 20-postotnim udjelom u gospodarstvu nastaviti će dinamikom realnih godišnjih stopa rasta od oko 2,5 posto.

Sa strane ponude, pokretače rasta BDV-a tijekom 2018. i dalje vidimo upravo u djelatnostima vezanim uz trgovinu i turizam čemu će se pridružiti djelatnosti informacija i komunikacija te ostale uslužne djelatnosti. Zamah građevinarstva osim polaganog oporavka stanogradnje uvelike će ovisiti upravo o sposobnosti provedbi projekata (su)financiranim iz EU fondova.

Unatoč naznakama usporavanja kratkoročni izgledi kretanja gospodarstva u cjelini ostaju i dalje povoljni, posebice s obzirom na vanjsko okruženje tj. solidnu vanjsku potražnju i produljeno razdoblje okruženja niskih kamatnih stopa.

Osnovna projekcija ostaje izložena pozitivnim rizicima osobito ako Hrvatska zabilježi još jednu iznadočekivano 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 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.

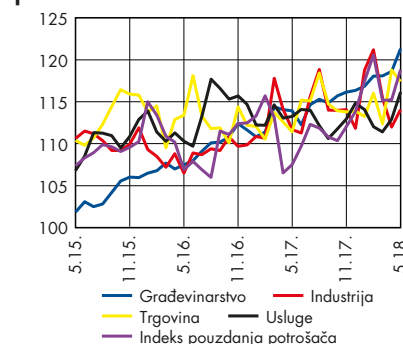
Zrinka Živković Matijević

Službena nezaposlenost (HZZ)



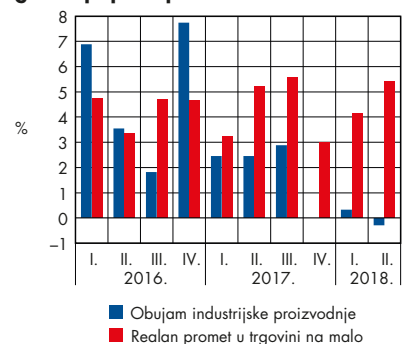
Izvori: DZS, HZZ, Raiffeisen istraživanja

Poslovni optimizam i pouzdanje potrošača



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Obujam industrijske proizvodnje i ralan promet u trgovini na malo, godišnja promjena



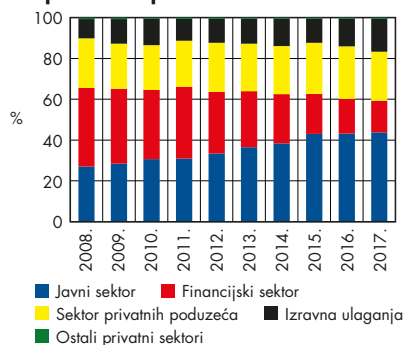
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

¹ Izvješće za Hrvatsku 2018. s detaljnijim preispitivanjem o sprječavanju i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža

Razduživanje se nastavlja

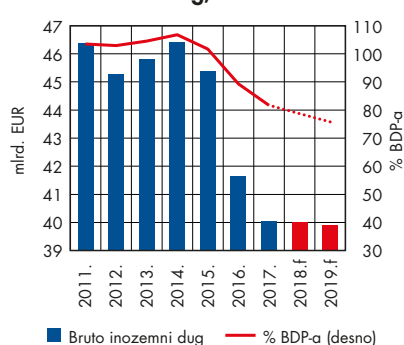
- Uobičajeni manjak na tekućem računu u prvom tromjesečju
- Daljnje smanjenje vanjske ranjivosti

Struktura bruto inozemnog duga na kraju razdoblja



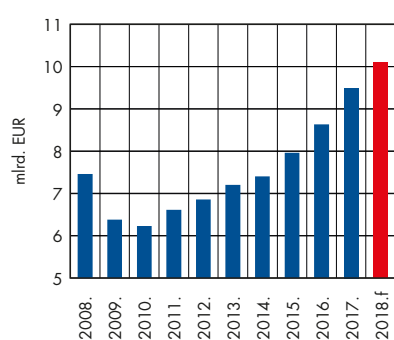
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug, % BDP-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizma



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Krajem prvog tromjesečja bruto inozemni dug RH spustio se na 40,6 mlrd. eura odnosno 82,1% BDP-a potvrđujući da će nominalno razduživanje prema inozemnim vjerovnicima bit nastavljeno i treću godinu za redom. Najveći udio bruto inozemnih obveza odnosi se na državu (35%), a slijede je ostali domaći sektori (poduzeća) s 33%. Nastavljen je i trend razduživanja prema inozemstvu drugih monetarnih institucija odnosno banaka čije su bruto inozemne obveze krajem prvog tromjesečja iznosile 4 mlrd. eura. Visoke godišnje stope pada inozemnih obveza ovih institucija datiraju još od kraja 2012. Banke su se razduživale zbog razmjeno jeftinijih domaćih depozita, visoke likvidnosti i još uvijek potisnute potražnje za kreditima. Očekujemo da će se do kraja godine trend poboljšanja relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti nastaviti podržan smanjenjem u svim glavnim kategorijama. Rekordno visoke razine likvidnosti u sustavu koje zadržavaju kamatne stope na niskim razinama vjerojatno će i dalje podržavati poduzeća da nastavi dio svojih inozemnih obveza zadržavati zaduživanjem na domaćem tržištu. Iako je sredinom lipnja Hrvatska još jedanput uspješno zakoračila na inozemno tržište kapitala te izdala 750 mil. desetogodišnjih euroobveznica efekt od ovog izdanja je neutralan obzirom na isti iznos na dospijeću. Uz predviđeni nastavak gospodarskog rasta, iako nešto sporijom dinamikom očekujemo kako bi se omjer inozemnog duga u BDP-u na kraju godine mogao spustiti ispod 80%. Smanjenju omjera inozemnog duga u BDP-u zasigurno će doprinijeti i postupni povratak inflacije te jačanje kune u odnosu na euro.

Posljednja dostupna statistika potvrdila je uobičajeni manjak na tekućem računu bilance plaćanja u prvom tromjesečju. Promatrano kumulativno u posljednja četiri tromjesečja, zadržan je suficitarni saldo na tekućem računu platne bilance na razini od 3,0% BDP-a. Uključujući i kapitalni račun koji je iznosio 3,6% BDP-a što je 0,9pb manje u odnosu na 2017.

U ovoj godini očekujemo kako će smanjenje viška na tekućem i kapitalnom računu biti posljedica produbljivanja manjka na računu roba zbog snažnijeg rasta uvoza te boljih poslovnih rezultata stranih poduzeća koji tako povećavaju rashode primarnog dohotka. S druge strane pozitivno će na saldo primarnog dohotka utjecati manji troškovi kamata na inozemni dug domaćih sektora zbog povoljnijih uvjeta na financijskim tržištima odnosno povoljnijeg refinanciranja obveza na dospijeću. 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. Rast turističkih prihoda će ostati vodeći pozitivni čimbenik na saldo tekućeg računa iako bi dinamika rasta prihoda od usluga trebala usporiti. Nastavak snažnijeg korištenja sredstava iz fondova EU-a podržat će rast viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija. Poboljšanje vanjske pozicije zemlje uz nastavak gospodarskog rasta i provođenje fiskalne discipline svakako su preduvjeti koji bi u godini pred nama trebali podržati Hrvatsku na putu povratka u investicijski razred odnosno podizanja kreditnog rejtinga.

Elizabeta Sabolek Resanović

Ogromna likvidnost, niske kamatne stope i stabilan EUR/HRK

- Uobičajeno kretanje EUR/HRK
- Ogromna likvidnost, niske kamatne stope izgledne do kraja godine
- Blago jačanje inflatornih pritisa

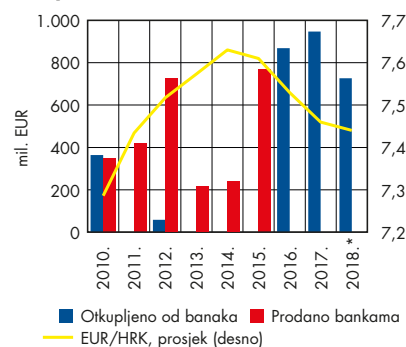
Podržan prije svega deviznim priljevima od turizma, tečaj EUR/HRK tijekom drugog tromjesečja, nastavio je polagano i kontinuirano kliziti prema nižim razinama. Osim sezonskog utjecaja ovakva kretanja jasno potvrđuju očekivanja o jačanju aprecijacijskih pritisa na domaću valutu tijekom uzlazne faze gospodarskog ciklusa. Štoviše, EUR/HRK je tijekom lipnja dotaknuo i najnižu razinu od 2011. godine. Iako je volatilnost ostala niska, središnja je banka po drugi put u ovoj godini intervenirala na deviznom tržištu otkupljujući devize. Kao rezultat devizne intervencije financijski sustav dodatno je obogaćen s 2,4 mlrd. kunske likvidnosti. Rekordna količina likvidnosti tako je premašila razinu od 7% BDP-a približivši se i 30 mlrd kuna, što je dvostruko više nego prošle godine. U takvim uvjetima kamatne stope na novčanom tržištu zadržavaju se na svojim povijesnim minimumima, a prinosi na kratkoročne državne vrijednosnice približili su se razini od 0%.

U nastavku godine kamatne stope ostati će prigušene i motivirajuće za ulazak u kreditne aranžmane posebice u kunama gdje je cijena kreditnih plasmana konkurentna onima u eurima. Udio ukupnih deviznih kredita i kredita uz valutnu klauzulu (euro) u ukupnim kreditima bankovnog sustava spustio se tako krajem svibnja ispod 60 posto. S druge strane valutna i ročna struktura depozita odražava sklonost držanja depozita u likvidnoj imovini, a kod štednih deviznih i oročenih depozita prevladaju i dalje devizni depoziti (više od 80%) podsjećajući na i dalje prisutnu visoku euriziranost hrvatskog financijskog sustava. Ovdje valja napomenuti kako bruto međunarodne pričuve, koje premašuju 16 mlrd. eura, gotovo u cijelosti pokrivaju sve kune u sustavu umanjujući rizičnost profila države i način vođenja monetarne politike.

Smatramo da su izraženiji deprecijacijski pritisci na kunu koji su zabilježeni početkom srpnja bili kratkotrajnog karaktera. Lagani pomak EUR/HRK prema višim razinama odnosno slabljenje kune u odnosu na euro ne bi trebao predstavljati zaokret od uobičajenog sezonskog kretanja tečaja. Naime, slabljenje kune u odnosu na euro vjerojatno je posljedica pozicioniranja velikih institucionalnih investitora odnosno zatvaranja deviznih pozicija u uvjetima razmjeno niskih razina EUR/HRK. Nadalje, dio potražnje za devizama mogao je doći uslijed isplata dividendi poduzeća prema svojim nerezidentnim vlasnicima, plaćanja obveza prema inozemnim vjerovnicima, ali i špekulativnom potražnjom za devizama.

Kao što smo navikli, ljetni mjeseci donose rast potražnje za kunama. Pri takvim kretanjima ne isključujemo mogućnost deviznog trgovanja i na nižim razinama te testiranje granice od 7,37 kuna za euro. Naime, kuna snažnu podršku nalazi u turizmu, investicijama i snažnoj vanjskoj poziciji bankarskog sektora. Međutim, dosljednost HNB-a u održavanju stabilnosti tečaja kao glavnog sidra monetarne politike ostaje neupitna. Stoga će, u slučaju da to bude potrebno, HNB i treću godinu zaredom nastaviti s deviznim intervencijama naglašenim na strani otkupa deviza. U tom će slučaju kupnja eura od banaka rezultirati daljnjim rastom deviznih pričuva što će se pak pozitivno odraziti na rizični profil države.

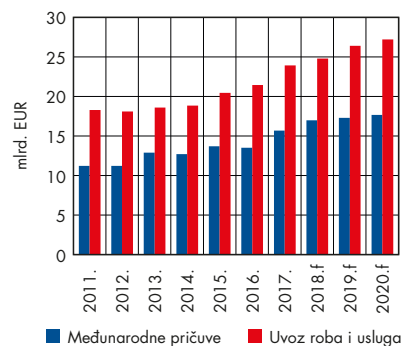
Devizne intervencije HNB-a i srednji tečaj EUR/HRK



*do 12. srpnja 2018.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

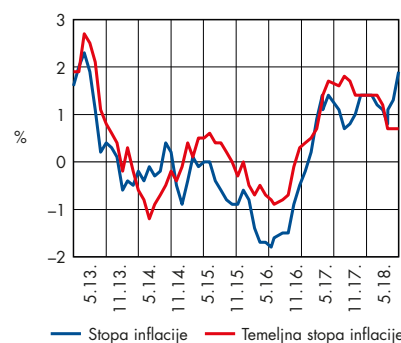
Međunarodne pričuve*, uvoz roba i usluga



* kraj razdoblja

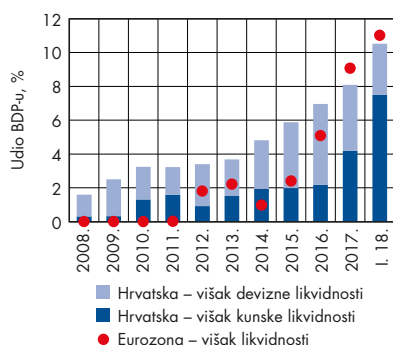
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: DZS, HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio viška likvidnosti u BDP-u



Izvori: ESB, Eurostat, HNB, DZS

Do kraja godine očekujemo raspon trgovana između 7,36 i 7,55 kuna za euro, pri čemu bi se krajem godine tečaj trebao približiti gornjoj granici raspona.

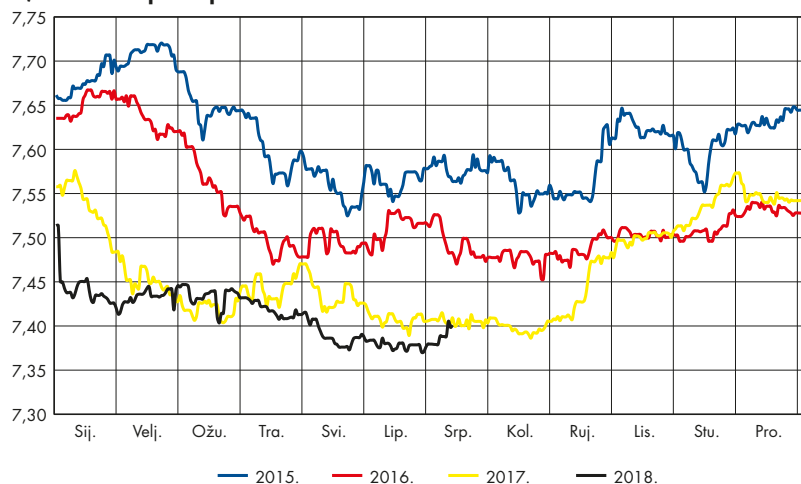
Sve dok inflacija ostaje umjerena, a tečaj kune u odnosu na euro stabilan HNB će nastaviti sa provođenjem izrazito ekspanzivne monetarne politike. Stoga do kraja godine ne treba očekivati promjene ni u razini likvidnosti ni u razinama kamatnih stopa.

Tijekom prvog tromjesečja stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena ostala je skromna, u prosjeku 1% godišnje, dok je stopa temeljne inflacije pala na 0,9%. Ipak, proljeće je donijelo intenziviranje inflacijskih pritisaka prvenstveno potaknutih rastom cijena energije i hrane što je potvrdilo kako kretanje potrošačkih cijena u Hrvatskoj uvelike ovisi o tim dvjema komponentama. Stoga je prosječna stopa inflacije u prvoj polovici godine dosegla 1,4%.

Utjecaj rasta cijena hrane na inflatorne pritiske vjerojatno će oslabiti pa se očekuje da će rast cijena energije zbog jačanja uvoznih inflatornih pritisaka ostati glavna komponenta snažnijih inflatornih pritisaka. Na godišnjoj razini, uz više cijene električne energije, pojačani inflatorni pritisci dolaziti će i od viših cijena sirove nafte, koje će se prve preliti na potrošačku košaricu kroz komponentu transporta. Konačno, očekujemo kako će dio inflatornih pritisaka doći i od kontinuiranog jačanja domaće potražnje i rastuće potražnje u turizmu. Ipak, prosječna inflacija će ostati skromna, ali zbog globalnog okruženja izložena riziku revizije blago na više.

Elizabeta Sabolek Resanović, Zrinka Živković Matijević

EUR/HRK srednji tečaj



*do 12. srpnja 2018.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Rast prihoda, obuzdavanje rashoda i pad javnog duga

- Rast prihoda državnog proračuna na krilima potrošnje
- Fitch poboljšao izgled Hrvatske na pozitivne

Rast potrošnje i gospodarske aktivnosti nastavio je pozitivno utjecati na proračunsku statistiku u prvom tromjesečju. U odnosu na razdoblje siječanj – ožujak 2017. ukupni prihodi porasli su za 6,4% ili 2,2 mlrd. kuna, dok su rashodi zabilježili rast od 5,2% ili 2 mlrd. kuna. Posljedično prema nacionalnoj proračunskoj statistici manjak u državnoj blagajni iznosio je 1,9 mlrd. kuna što je 307 milijuna kuna manje u odnosu na isto razdoblje lani.

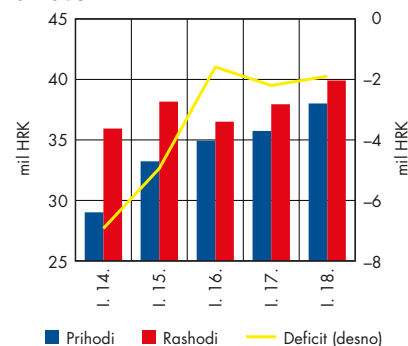
Polovicu rasta prihoda treba pripisati povećanom priljevu od poreznih prihoda gdje očekivano dominira priljev od indirektnih poreza osobito poreza na dodanu vrijednost koji je u odnosu na isto razdoblje 2017. viši za 5,7% ili 513 milijuna kuna. Na navedeno su već upućivali i visokofrekventni pokazatelji osobito promet u trgovini na malo. U skladu s rastom zaposlenosti od poreza na dohodak u prvom tromjesečju prikupljeno je 3,4 mlrd. kuna ili 7% više na godišnjoj razini. S druge strane rast rashoda od 5,2% dominantno dolazi od rasta naknada zaposlenima i socijalnih naknada koje su posljedica uglavnom administrativnih povećanja prava korisnika oslonjenih na državni proračun.

Iznadpotencijalni rast temeljen na potrošnji nastaviti će pogodovati prihodnoj strani proračuna koja se osobito oslanja na neizravne poreze, prvenstveno na PDV koji čini preko 50 posto svih poreznih prihoda. Porez na dohodak i doprinosi bit će podržani rastom korporativnih dobitaka, zaposlenosti i plaća. S druge strane, rashodi su u velikoj mjeri porasli zbog cjelogodišnjeg učinka povećanja plaća u javnom sektoru, povećanja mirovina i viših socijalnih izdataka. S druge strane izdaci za kamate koje su u 2017. po prvi puta nakon pet godina spuštene ispod 10 mlrd. kuna (na 2,7% BDP-a) trebali bi nastaviti s tendencijom smanjenja. Posljedica je to znatno povoljnijih uvjeta novih zaduženja i financijskog restrukturiranja cestovnog sektora koji ulazi u obuhvat opće države. Konačno, očekivani oporavak u povlačenju sredstava EU-a trebao bi biti neutralan za proračun jer povećava i prihode i rashode.

Ukratko, tijekom 2018. godine očekujemo nastavak razborite fiskalne politike, što podrazumijeva ograničeni rast rashoda, snažniji rast prihoda proračuna, solidan primarni suficit te daljnji pad javnog duga. U prilog nastavka razborite politike ide i donošenje novog Zakona o fiskalnoj odgovornosti koji bi trebao ojačati fiskalni okvir. Ipak provedba snažnijih strukturnih mjera mogla bi izostati.

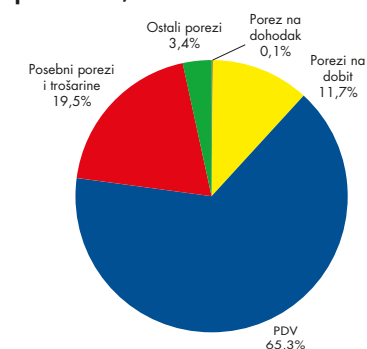
Potrebe za refinanciranjem središnjeg državnog proračuna, procijenjene na 11,5% BDP-a za 2018., vrlo vjerojatno već su zaokružene. Država je plasmanima obveznica u drugom i na početku trećeg tromjesečja nadmašila srpanjska i jedina ovogodišnja dospijeca (750 milijuna eura i 6 mlrd. kuna). Izdanjem druge tranše obveznice dospijeca 2023. te novim kunkskim izdanjem dospijeca 2029. godine Ministarstvo financija prikupilo je 10,5 mlrd. kuna. Lokalnom izdanju prethodilo je lipanjsko izdanje inozemne desetogodišnje obveznice denominirane u eurima od 750 milijuna eura uz polugodišnji kupon od 2,7%. U uvjetima ogromne likvidnosti i niskih kamatnih stopa ne iznenađuje ogroman interes inve-

Prihodi i rashodi proračuna opće države*



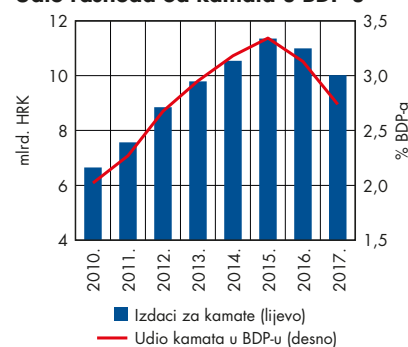
* prema nacionalnoj metodologiji
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Struktura poreznih prihoda proračuna, I.–III. 2018.



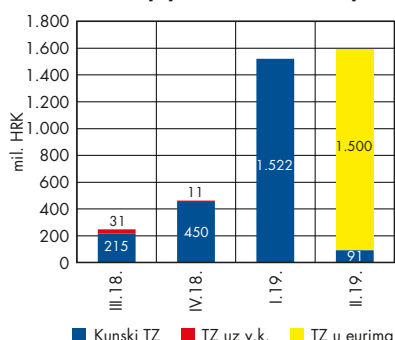
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Udio rashoda od kamata u BDP-u



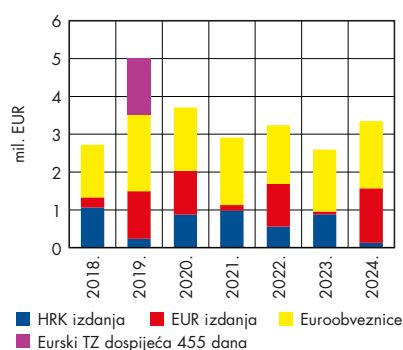
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Preostala dospijeca trezorskih zapisa



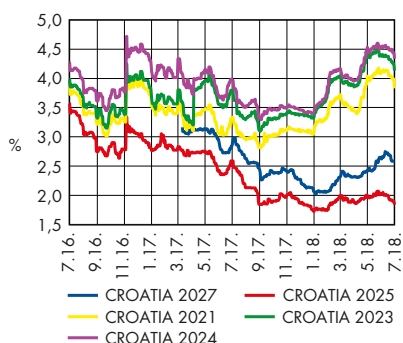
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Spreadovi na euroobveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

stitora i na domaćem i na inozemnom tržištu pa se nova zaduženja realiziraju po povijesno niskim troškovima.

Na sekundarnom obvezničkom tržištu lokalna izdanja od početka drugog tromjesečja bilježe lagani rast prinosa. Ipak zbog razmjerno visoke potražnje, niske likvidnosti i bitno poboljšanih fundamentalnih pokazatelja prinosi se još uvijek nalaze na povijesno niskim razinama i niži su u usporedbi s krajem 2017.

Iako je dug cestovnog sektora restrukturiran i ovogodišnja dospijeca obveznica namirena, ne isključujemo mogućnost još jednog domaćeg izdanja u posljednjem tromjesečju. Time bi se omogućilo predfinanciranje za 2019. Takva mogućnost osobito je izgledna ako se država ne odluči na znavljanje razmjeno "velikog" trezorskog zapisa koji dopijeva početkom veljače (1,5 mlrd. eura) putem istog instrumenta. S druge strane u pogledu dospijeca obveza po izdanim dugoročnim vrijednosnicama tijekom 2019., izgledniji je veći pritisak u drugom dijelu godine odnosno u studenom kada na naplatu pristiže dolarska euroobveznica (1,5 mlrd dolara) te domaća obveznica uz valutnu klauzulu (1 mlrd. eura). Budući da se prema trenutnim procjenama prvo podizanje referentnih kamatnih stopa u euro području očekuju upravo u drugom dijelu godine aktivnosti na europskom primarnom tržištu mogle bi biti osobito izražene u prvom dijelu 2019.

Nastavak smanjenja fiskalne i vanjske ranjivosti, stabilnost tečaja i rast međunarodnih pričuva glavni su čimbenici posljednjeg poboljšanja izgleda hrvatskog dugoročnog kreditnog rejtinga. Naime, nakon što je u siječnju rejting agencija Fitch povisila rejting Hrvatske s BB na BB+ sa stabilnim izgledima, u srpnju je izgled trenutnog rejtinga ocijenila pozitivnim. Navedeno očekujemo i od rujanskog izvješća S&P-a. U osnovnom scenariju koji podrazumijeva nastavak istih trendova moguće je očekivati povratak hrvatske u investicijski rejting početkom 2019. kojeg je izgubila još u prosincu 2012.

Za 2019. Vlada je već najavila mogućnost primjene novih poreznih izmjena u sustavima PDV-a i/ili poreza na dohodak i doprinosa. Najavljeno je i daljnje administrativno rasterećenje. Smanjenje poreznog tereta rada moglo bi direktno povećati raspoloživi dohodak stanovništva pozitivno utječući na osobnu potrošnju i u konačnici na priljeve od PDV-a.

S druge strane osnovna stopa PDV-a od 25% u Hrvatskoj s izuzetkom Mađarske najviša je u EU 28, ali bi se njenim smanjenjem za 1 postotni bod potencijalno moglo izgubiti i do 2 mlrd. kuna. Naime u slučaju smanjene PDV ne očekujemo značajnije smanjenje cijena i po toj osnovi povećanje potrošnje.

Kakve god odluke budu donijete porezno rasterećenje svakako je pozitivno, ali bez obuzdavanja rashodne strane i mijenjanja njene rigidne strukture teško je očekivati dugoročnu održivost javnih financija. Za navedeno je ipak potrebno učiniti reformske mjere koje već dugo čekaju snažniju i odlučniju provedbu.

Zrinka Živković Matijević

Izgleda dobro, no jesmo li bolje mogli više i bolje?

Uvod

1 srpnja 2018. Hrvatska je obilježila pet godina članstva u Europskoj uniji kojoj je pristupila nakon dugotrajnih pregovora. Podsjetimo, proces pristupanja Europskoj uniji trajao je gotovo desetljeće i pol pri čemu su sami pretpriprustupni pregovori trajali dugih šest godina. S izuzetkom Turske, to je za sada najdulje razdoblje u kojem je neka država kandidatkinja pregovarala. Opće je poznato da samo pristupanje jedinstvenom tržištu samo po sebi ne podrazumijeva i potpunu integraciju, prosperitet i napredak nove države članice. Štoviše, pristupanje predstavlja izvanrednu priliku i izazov, ali i prijetnju, osobito realnom segmentu gospodarstva.

Okolnosti u kojima je Hrvatska postala dio jedinstvenog tržišta nisu bile ohrabrujuće, ali i tada je dominiralo stajalište o većim koristima nad troškovima pristupanja. Bitno promijenjene okolnosti na europskom tržištu (recesija, dužnička kriza i visoka averzija prema riziku) zasigurno su ograničavali možebitne pozitivne učinke članstva u prvim godinama. S druge strane očekivanja glede koristi prvenstveno su se odnosila na veći priljev kapitala, rast izvoza, snažniji institucionalni okvir, nastavak reformi, jačanje vladavine prava i fiskalnu prilagodbu. Uz to raspoloživa sredstva iz EU fondova povećala se i za desetak puta budući da financijska omotnica za Hrvatsku u proračunskom razdoblju 2014. do 2020. iznosi 10,7 mlrd eura.

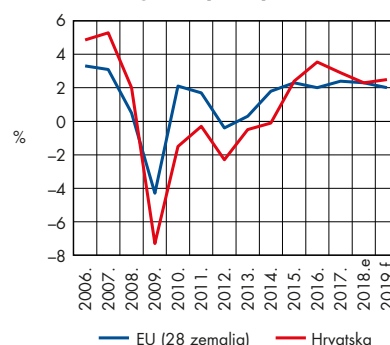
A jesmo li postigli realnu konvergenciju?

Ulasku u Europsku uniju prethodilo je razdoblje četverogodišnjeg pada BDP-a koje je zaustavljeno tek krajem 2014., više od godinu dana od ulaska u EU. Iako ni globalno ni europsko okruženje nije bilo blagonaklono, dubina i trajanje recesije u Hrvatskoj odražava duboko ukorijenjene slabosti gospodarstva i dotadašnjeg modela rasta baziranog na snažnom zaduživanju svih sektora. K tome slabo institucionalno okruženje, visoke administrativne barijere, visoko porezno opterećenje uvjetovano velikim i neučinkovitim javnim sektorom, te niska razina robnog izvoza (zbog niske konkurentnosti i malog tržišta) dodatni su čimbenici koji su kočili oporavak Hrvatske. Vrlo brzo postalo je jasno da samo ispunjavanje normativnih kriterija ne znači nužno realnu konvergenciju koja u načelu treba proizaći iz funkcioniranja tržišnog gospodarstva i efikasne vladavine prava. Od početka krize (2008.) do ulaska u EU, Hrvatska je izgubila preko 11 posto realne vrijednosti svog gospodarstva. Godine koje su slijedile donijele su oporavak i rast koji je uglavnom slijedio, a nikako predvodio trendove rasta u Europi.

Od pet godina članstva, Hrvatska je posljednjih tri provela u pozitivnim ekonomskim trendovima. Oporavak je bio široko rasprostranjen i u prvim godinama predvođen prvenstveno izvozom podsjećajući ujedno na pozitivne učinke priključivanja jedinstvenom europskom tržištu. Kao i u prijašnjim valovima proširenja, neposredno nakon pristupa EU Hrvatska je nominalno bilježila snažne stope rasta izvoza roba, široko rasprostranjenog među sektorima i poduzećima. Međutim skroman udio izvoza u BDP-u tek je ublažavao nepovoljne trendove domaće potražnje. Krajem 2014. poduzeća su primjetno počela koristiti prednosti europskog tržišta, i svoje poslovanje sve više usmjerila na izvozne aktivnosti.

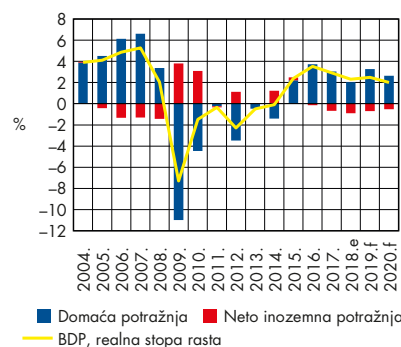
Uz jačanje inozemne potražnje, stabilan tečaj EUR/HRK te rast produktivnosti izvoz roba nakon 1. srpnja 2013. dobiva svoj zamašnjak. Ulazak u jedinstveno europsko tržište značio je i primjenu četiriju sloboda pa je potpuna primjena

BDP, realne godišnje stope rasta



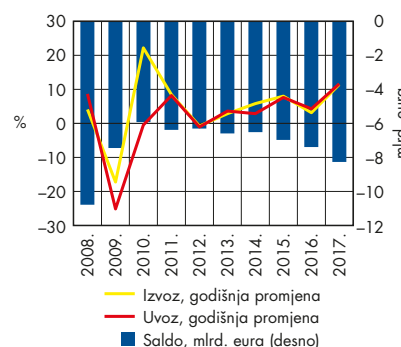
Izvori: Eurostat, EK, Raiffeisen istraživanja

Rast BDP-a i doprinosi potražnje



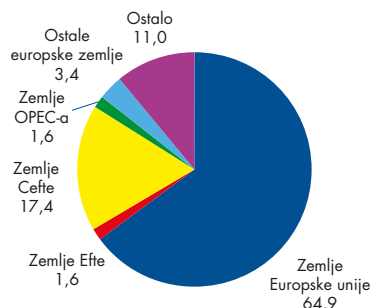
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Uvoz i izvoz roba



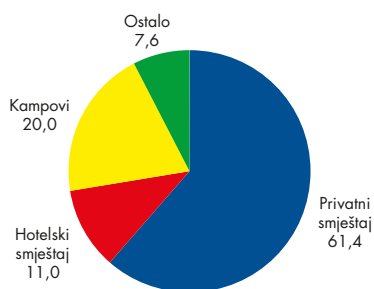
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Struktura izvoza prema zemljama (2017.), %



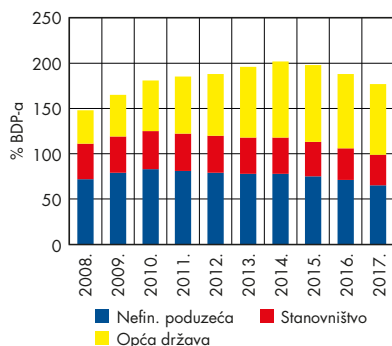
Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

Struktura smještajnih kapaciteta prema vrstama objekata*, %



* na dan 31.8.2017.
Izvori: Ministarstvo turizma, Raiffeisen istraživanja

Ukupna zaduženost po klijentskim segmentima



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

sloboda kretanja roba i rušenje administrativnih procedura u vanjskotrgovinskoj razmjeni olakšalo robnu razmjenu s državama članicama EU koje čine 65% hrvatskog izvoznog tržišta.

Međutim, zbog visoke uvozne ovisnosti rast izvoza imao je za posljedicu i jačanje uvoza (dominantno ponovno iz EU). Niska konkurentnost hrvatskih proizvođača došla je do izražaja. Tako se unatoč rastu izvoza manjak u robnoj razmjeni s državama članicama EU kroz cijelo vrijeme produbljivao. Konkurentnost je i nakon ulaska u EU nastavila stagnirati na razmjeno niskim razinama odražavajući u prvom redu izostanak nužnih reformskih zahvata i visoku birokratiziranost sustava. Upravo potonje je uvelike sprječavalo priljev (inozemnih) izravnih greenfield investicija osobito u tzv. sektor razmjenjivih dobara. Naravno otežavajući čimbenik je bila i situacija u Europi, ali ni posljednje godine nisu donijele značajnijeg pomaka u tom području.

Već od 2017. rast predvođen izvozom zamjenjuje domaća potražnja koja ponovo postaje predvodnik rasta podržana povoljnim kretanjima kod osobne potrošnje. Ipak zbog visoke zaduženosti svih sektora i još uvijek prisutne averzije prema riziku (koja proizlazi iz povijesne materijalizacije tečajnih i kamatnih rizika) rast domaće potražnje odvija se bez značajnijeg zaduživanja. Štoviše omjeri dugova u odnosu na BDP kontinuirano padaju u posljednjih nekoliko godina poboljšavajući profil ranjivosti i rizičnosti cjelokupne države. Od 2014. godine kada se ukupna zaduženost sektora popela na preko 200% BDP-a do kraja 2017. pala je ispod 180% BDP-a s tendencijom daljnjeg pada.

Izvoz usluga kontinuirano je nastavio rasti i nakon ulaska u EU dominantno pod utjecajem turizma koji čini glavninu hrvatskih usluga (oko 70%). Uz velika ulaganja, sezonalnost hrvatskog turizma se smanjuje, a kvaliteta ponude povećava. To zbog strukture samih kapaciteta (polovica svih kapaciteta odnosi se na privatni smještaj – apartmane i sobe) i pozitivnih promjena na tržištu rada povećava raspoloživi dohodak kućanstava. Posljedično osobna potrošnja ponovno postaje glavni generator rasta, samo ovaj put bez novog zaduživanja. Uz to visoka ovisnost i oslonjenost na turizam uz sve pozitivne učinke otvara pitanje održivosti i visokih negativnih rizika u slučaju nastupa nenadanih i/ili negativnih geopolitičkih događanja. Međutim, zbog svog geografskog položaja, prirodnih ljepota i uz percepciju visoke sigurnosti Hrvatska i dalje ostaje omiljeno odredište mnogih Europljana osobito Nijemaca, Talijana, Slovenaca i Austrijanaca.

Dodatno, treba sagledati pitanje održivosti infrastrukture koja se osobito u ljetnim mjesecima nalazi pod značajnim pritiskom. U tom smislu izvrsnu priliku daju fondovi EU koji i pet godina nakon pristupanja ostaju nedovoljno iskorišteni. Hrvatska jest neto primatelj sredstava iz EU, ali iskorištenost sredstava na začelju je EU i još uvijek nedovoljna prvenstveno zbog slabih administrativnih kapaciteta javne uprave i nedovoljne informiranosti samih korisnika. Europska komisija u proljetnom Izvješću o Hrvatskoj još uvijek administrativne kapacitete ocjenjuje nedostatnim zbog nedovoljnog strateškog planiranja, malih kapaciteta za provedbu i ustrojstvenih različitosti. Ostaje međutim činjenica da je prema procjenama Europske komisije (u razdoblju 2013.–2015.) čak 80% javnih ulaganja financirano iz sredstava kohezijske politike što umanjuje pritisak na državni proračun. Dakle, sredstava i prilika ima samo ih treba iskoristiti.

Fiskalna politika – povratak vjerodostojnosti

Zaglavljena u recesiji, Hrvatska se borila s visokim manjkovima u državnom proračunu i rastućim javnim dugom koji je neposredno pred ulazak premašio razinu od 80% BDP-A. U takvim uvjetima (pad gospodarstva i bitno pogoršana fiskalna metrika) šest mjeseci prije samog ulaska u EU rejting agencija Standards and Poor's spustila je dugoročni rejting Hrvatske u podinvesticijski razinu. Nedugo zatim i ostale rejting agencije slijedile su isti korak. Ulaskom u EU poticaj za pozitivne promjene uz veću transparentnost zaista se očekivao od postojećih mehanizama u sklopu zajedničkih politika EU-a, osobito od Europskog semestra. U njemu je Hrvatska dobrovoljno prisustvovala već od početka 2013. Danas pet godina poslije možemo reći da je postignut napredak – u smislu značajnog poboljšanja u javnim financijama i smanjenja vanjske ranjivosti.

Naime, u prvoj polovici 2017. nakon četiri godine Hrvatska je izišla iz Procedure pri prekomjernom manjku zbog bitnog smanjenja deficita opće države i pada javnog duga. Štoviše, i uz smanjenje poreznog opterećenja pozitivni trendovi su nastavljeni pa je po prvi put u hrvatskoj povijesti u 2017. zabilježen višak u državnoj blagajni i daljnji pad javnog duga. Usmjerenost Vlade na daljnje porezno rasterećenje moglo bi polučiti daljnji uspjeh ako se obuzdaju i javni rashodi. U tom slučaju izgledan je i nastavak smanjenja javnog duga. Pohvala je došla i od rejting agencija pa je u siječnju 2018. po prvi put od 2004. hrvatski kreditni rejting poboljšana s velikim izgledima da se u narednih godinu dana vrati na investicijsku razinu.

... ali bez snažnijeg zamaha u provedbi reformskih mjera

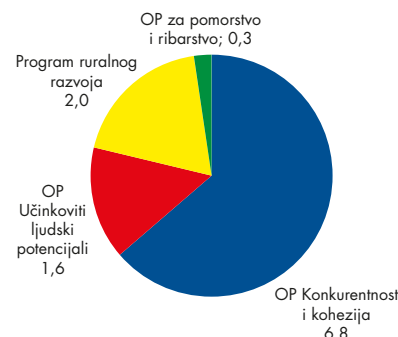
S druge strane, struktura javnih rashoda već više od dva desetljeća ostaje uglavnom nepromijenjena. Pozitivan trend zabilježen je kod potpora i izdataka za kamate. Značajan dio potpora preusmjeren je kroz EU sredstva, dodjela je transparentnija i usklađena sa zahtjevima EU. Izdaci za kamate koje i danas značajno opterećuju proračun s gotovo 10 mlrd. kuna ili 2,7% BDP-a polako opadaju ne samo zbog povijesno niskih kamatnih stopa na financijskim tržištima već i zahvaljujući poboljšanjima u upravljanju javnim dugom, nižoj premiji rizika i procesima financijskog restrukturiranja duga cestovnog sektora (u skladu s europskom metodologijom ESA 2010 on je sastavni dio duga opće države).

Ipak, ostali tekući rashodi (naknade zaposlenima i socijalne naknade) kao i problemi vezani u javnim sustavima ostaju nepromijenjeni kroz vrijeme jasno odražavajući slabosti koje opetovano ponavlja i Europska komisija u svojim nalazima u okviru ranog prepoznavanja makroekonomskih neravnoteža.

U Proceduri makroekonomskih neravnoteža (engl. Macroeconomic Imbalance Procedure, MIP) Hrvatska se nalazi od 2014., a najveći broj neravnoteža Hrvatska je bilježila u razdoblju od 2011. do 2013. Od tada se bilježe poboljšanja, ali se smanjenje neravnoteža može pripisati više cikličkim (kratkoročnim) čimbenicima zbog povoljnog ekonomskog okruženja, a tek u manjoj mjeri strukturnim promjenama.

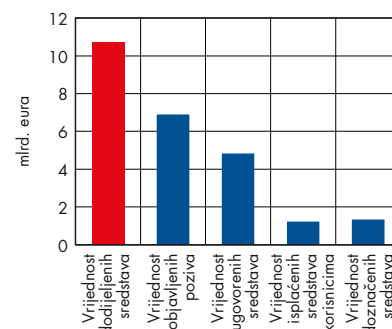
Nacionalni programi reformi hrvatskih Vlada deklarativno su se odnosili na promicanje rasta, vanjske konkurentnosti i uspostave ravnoteža u gospodarstvu, rješavanje slabosti u upravljanju i povećanju učinkovitosti javnog sektora, održivost javnih financija te povezivanje obrazovanja s tržištem rada.

Vrijednost dodijeljenih EU sredstava, mlrd. eura (razdoblje 2014.–2020.)



Izvori: MRRFEU, Raiffeisen istraživanja

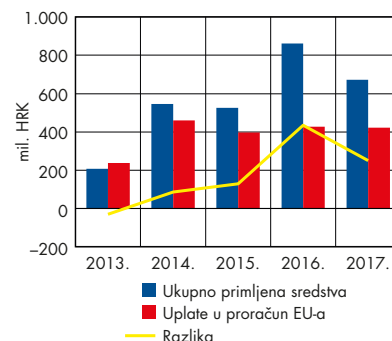
Pokazatelji iskorištenosti EU fondova (razdoblje 2014.–2020.)*



* na dan 31.5.2018.

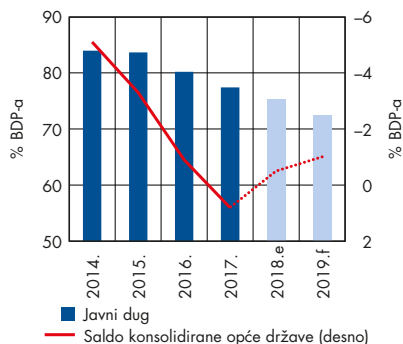
Izvori: MRRFEU, Raiffeisen istraživanja

Transakcije s EU proračunom



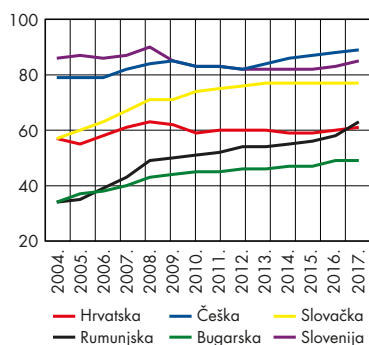
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



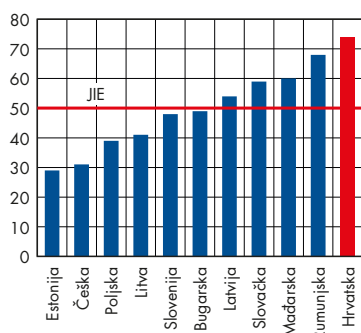
Izvori: Eurostat, DZS, Raiffeisen istraživanja

BDP po glavi stanovnika (PPP)



Izvori: eurostat, Raiffeisen istraživanja

Indeks globalne konkurentnosti (2017.–2018.)*



* viši rang predstavlja nižu konkurentnost
Izvori: World economic forum (Global Competitiveness Report), Raiffeisen istraživanja

Međutim, od pristupanja EU odnosno od uvođenja europskog semestra 2014. Hrvatska je potpuno provela tek 5% preporuka Europe, značajan napredak ostvaren je kod 12% upućenih preporuka (one se osobito odnose na područja reformi tržišta rada i fiskalne politike), a kod 19% preporuka nema uopće napredka. Dakle, ocjena provedbi reformi pokazuje da je kod većine preporuka Europske komisije Hrvatska ostvarila tek određen (31%) ili ograničeni napredak (33%). Primjerice poduzete su određene mjere racionalizacije zdravstvenog sustava međutim dospjele nepodmirene obveze u zdravstvu i dalje rastu. Smanjen je opseg mjera predviđenih za sustav socijalnih naknada, dok je provedba paketa reformi mirovinskog sustava odgođena. Mjere aktivne politike tržišta rada namijenjene niskokvalificiranim i dugotrajno nezaposlenim osobama i dalje su u velikoj mjeri neiskorištene te još nije provedena reforma obrazovanja, iako određenih pozitivnih pomaka ima te se očekuje kako će u rujnu ove godine započeti pilot-projekt za provedbu kurikularne reforme. Nema napretka ni u pogledu provedbe glavnih reformi u javnoj upravi koje se odnose na smanjenje rascjepkanosti i poboljšanje funkcionalne raspodjele nadležnosti u javnoj upravi i istodobno poboljšanje učinkovitosti i smanjenje teritorijalnih nejednakosti. Ostvaren je određen napredak u provedbi mjera za poboljšanje poslovnog okruženja kad je riječ o smanjenju administrativnog opterećenja i parafiskalnih nameta itd.

Odgoda i spora provedba reformi najviše utječe na srednjoročne do dugoročne izgledе gospodarstva te osobito dolazi do izražaja u vrijeme silazne faze gospodarskog ciklusa. Trenutni pokazatelji koji zorno odražavaju dugogodišnju "politiku sitnih koraka" je niska potencijalna stopa rasta, ali i kupovna moć mjerenjena BDP-om po glavi stanovnika prema paritetu kupovne moći. BDP po glavi stanovnika (PPP) u posljednjih 14 godina stagnira na oko 60% prosjeka Europske unije smještajući Hrvatsku uz Bugarsku na začelje Europske unije. Naposljetku, u takvim gospodarskim uvjetima uz slobodu kretanja ljudi ne iznenađuje snažan odljev radno sposobne snage. On je osobito naglašen od 2013. i jasno upozorava na već prisutne strukturne probleme tržišta rada. Unatoč padajućoj stopi nezaposlenosti ona ostaje visoka (iznad 9%) i ne prati je razmjerni rast zaposlenosti. Stopa aktivnosti i zaposlenosti je i dalje među najnižima u EU, a raspoloživa radna snaga ne odgovara potrebama tržišta rada pa jača pritisak na uvoz radnika. Istovremeno neto negativne migracije uzrokovane su uglavnom odlaskom mladog i produktivnog stanovništva (prime age populacija) pa uz demografsko starenje postaje sasvim jasno da je pitanje i problematika ljudskog kapitala kao izvora rasta jedan od najvećih izazova kreatora ekonomske politike u Hrvatskoj. Naposljetku dugoročno gledano s nastavkom nepovoljnog trenda neće se moći izbjeći pritisak na javne financije, a osobito na zdravstveni i mirovinski sustav.

Umjesto zaključka

Stoga da ne bi i dalje stagnirali i komparativno zaostajali te da bi rast bio snažniji i održiviji potrebno je konačno poslušati prijedloge Europske komisije koji se iz godine u godinu ponavljaju. Možda poticaj za to dođe iz novog strateškog cilja Hrvatske odnosno od namjere ulaska u euro područje budući da je za navedeno bitna dugoročna održivost politika, institucionalno i pravno okruženje, a ne samo normativno ispunjavanje kriterija.

Zrinka Živković Matijević

Nakon nagodbe vjerovnika s Agrokorom očekujemo rast kreditne aktivnosti u sektoru poduzeća

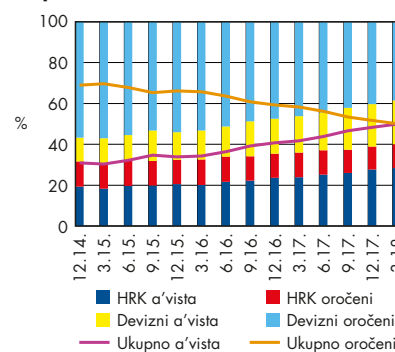
- Usporavanje rasta strukturnih neravnoteža u bilancama banaka
- Višak likvidnosti u sustavu praćen poboljšanjem naplate potraživanja
- Smanjenje rizika povećalo profitabilnost banaka

Prethodnu godinu obilježila je kriza u koncernu Agrokoru i donošenje posebnog propisa (*lex-Agrokor*) na osnovu kojeg je proglašen 15-mjesečni moratorij za naplatu potraživanja od društava iz koncerna. U srpnju ove godine dovršen je proces financijskog restrukturiranja koncerna postizanjem nagodbe s vjerovnicima. Do kraja godine očekuje se implementacija nagodbe te promjena vlasničke i upravljačke strukture koncerna. Banke su u prethodnoj godini formirale adekvatne rezervacije za gubitke na potraživanjima od članica koncerna i ekonomski ovisnih društava te su bile spremne i za najgori scenarij okončanja razdoblja izvanredne uprave u Agrokoru. Unatoč formalnoj imunosti bankarskog sektora na rasplet procesa u Agrokoru, pojačana neizvjesnost koja je pratila završne pregovore vjerovnika sa izvanrednim povjerenikom odrazila se na potražnju za kreditima u segmentu poduzeća pa je stopa rasta kredita poduzećima mjerena prema transakcijama u segmentu poduzeća (3,1% u svibnju 2018.) zaostajala za ostvarenim rastom kredita stanovništvu (5,3%). Nakon nagodbe s vjerovnicima zaduženost Agrokoru snizit će se na održivu razinu, što bi trebalo potaknuti investicijske aktivnosti u poduzećima. U nastavku godine očekujemo ubrzanje rasta kredita poduzećima i održavanje stope rasta kredita stanovništvu na dosegnutoj razini. Pritom očekujemo usporavanje rasta strukturnih neravnoteža u bilancama banaka izazvanih povećanom potražnjom za kunkskim kreditima u prethodnim godinama. Najava uvođenja eura rezultirala je povećanom potražnjom za dugoročnim kreditima vezanim uz euro, što doprinosi stabilizacije strukture bilance banaka.

Zahvaljujući značajnom višku likvidnosti u financijskom sustavu razdoblje moratorija na potraživanja od članica koncerna Agrokor nije negativno utjecalo na ponudu kredita. Jedino su *factoring* društava značajno reducirala volumen poslovanja. Otkup potraživanja je osnovna djelatnost *factoring* društava, a ugovori o otkupu su kao i izvori financiranja većinom kratkoročni. Obveze *factoring* društava prema njihovim vjerovnicima dospjele su prije isteka moratorija koji je onemogućio naplatu potraživanja od Agrokoru. Stoga je previsoka koncentracija poslovanja *factoring* društava na financiranje dugova koncerna rezultirala značajnim gubicima nakon proglašenja moratorija, što je za dio *factoring* društava značilo kraj poslovanja. Broj aktivnih *factoring* društava na kraju 1. tromjesečja 2018. pao je na samo šest, u odnosu na trinaest s kraja 2016.

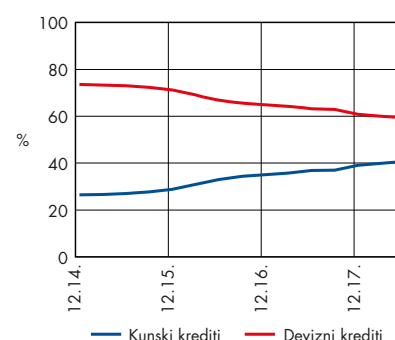
Opća tendencija snižavanja kamatnih stopa i visoka likvidnost u sustavu olakšavaju dužnicima teret otplate kredita, pa banke u ovoj godini imaju snižene troškove za rezervacije za gubitke na vrijednosti kreditnog portfelja. Posljedično, rezultati poslovanja banaka ostvareni u prvom tromjesečju višestruko nadmašuju isto razdoblje lani, kada su rezultati bili opterećeni dodatnim rezerviranjima zbog krize u Agrokoru. Kvalitetu kreditnog portfelja banaka poboljšavaju prodaje neprihodujućih kredita agencijama za naplatu potraživanja. U 2018. godini očekujemo nastavak aktivnosti banaka na čišćenju portfelja. Stoga bi se omjer neprihodujućih kredita mogao spustiti ispod 10 posto ukupnih kredita.

Depoziti – ročna i valutna struktura



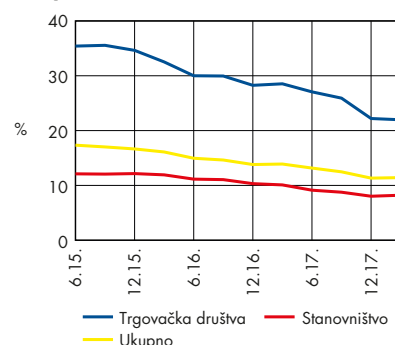
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Valutna struktura kredita



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim (NPL ratio)



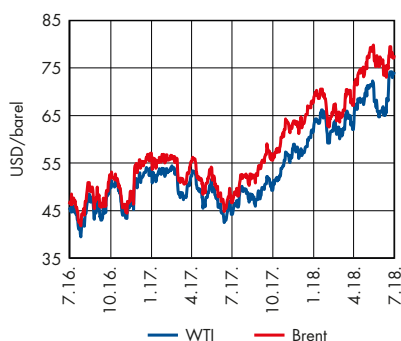
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Anton Starčević

Rast cijena sirove nafte

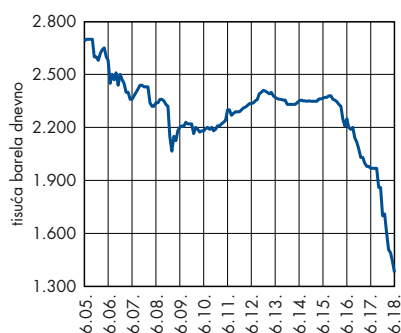
- SAD najavio uvođenje sankcija na izvoz iranske nafte
- OPEC i Rusija dogovorile povećanje proizvodnih kvota
- Moguće intenziviranje geopolitičkih rizika stvorilo bi pritisak na rast cijena

Cijene sirove nafte (isporuke sljedeći mjesec)



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Proizvodnja sirove nafte u Venezueli



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja cijena sirove nafte, dalara po barelu

	III.18.	IV.18.	I.19.	II.19.
Brent	75	76	74	72
WTI	68	68	66	65

Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

U drugom ovogodišnjem tromjesečju fokus tržišnih sudionika bio je usmjeren na geopolitička događanja koja su ujedno imala najznačajniji utjecaj na uzlazna kretanja cijena sirove nafte. Tako su cijene sirove nafte s isporukom u sljedećem mjesecu povremeno doticale najviše razine od 2014. Cijena sirove nafte tipa Brent koja je referentna za europsko tržište premašila je 79 dolara po barelu, dok se cijena sirove nafte tipa WTI (referentna za američko tržište) našla i na razinama iznad 74 dolara po barelu. Posljedično se i razlika između dvije navedene cijene povremeno proširivala na 6–7 dolara po barelu, dok se u istom razdoblju prošle godine ona uglavnom nalazila na razini ispod 2,5 dolara po barelu. Glavni inicijalni pokretač rasta cijena sirove nafte bila je objava američkog predsjednika D. Trumpa kako će se SAD povući iz nuklearnog sporazuma s Iranom što podrazumijeva i ponovno uvođenje ekonomskih sankcija. One uključuju i sankcije na izvoz iranske nafte čini su najveći kupci Kina, Indija i Turska. Posljedica bi mogla biti smanjenje iranskog izvoza za oko 0,4–0,6 milijuna barela dnevno počevši od posljednjeg ovogodišnjeg tromjesečja ili najkasnije početkom iduće godine. Izgledno smanjenje iranskog izvoza uz nastavak osjetnog pada proizvodnje u Venezueli (u lipnju je proizvodnja pala ispod 1,4 mil. barela dnevno što je na 30% nižim razinama u usporedbi s lipnjem 2017.) potaklo je strah tržišta od izglednih poremećaja u opskrbi podržavajući istovremeno rast cijena.

Smanjenje napetosti na tržištu donijela je najava, a kasnije i potvrda zemalja članica OPEC-a s 10 pridruženih zemalja ("OPEC+") o povećanju proizvodnih kvota. Naime, na posljednjem sastanku održanom krajem lipnja zemlje "OPEC+"-a izglasale su novi sporazum koji ne uključuje konkretne proizvodne kvote za pojedinu zemlju članicu, ali se, u drugoj polovici godine, očekuje povećanje proizvodnje za oko 1 mil. barela dnevno. Pri tome bi zemlje koje nisu članice OPEC-a (prvenstveno Rusija), a sudjeluju u dogovoru, mogle pridonijeti povećanju proizvodnje za oko 0,2 mil. barela dnevno. Iako je najavljeno povećanje proizvodnje donijelo svojevrsno olakšanje na tržištu pojedini tržišni sudionici (uključujući i neke članice OPEC-a poput Iraka i Irana) očekuju da će povećanje proizvodnje biti znatno niže od najavljenih 1 mil. barela dnevno prvenstveno uslijed nedovoljnih kapaciteta.

Uz očekivano povećanje potražnje u ovoj godini (za 1,4 mil. barela dnevno) fokus u narednim mjesecima će biti na spomenutom povećanju proizvodnje zemalja članica "OPEC+"-a kao i na nastavku rasta američke proizvodnje sirove nafte iz škrljevca što bi svakako trebalo smanjiti pritisak na daljnji rast cijena. Od prosinca 2016. američka proizvodnja iz škrljevca povećana je za 2 mil. barela dnevno. Jedine zemlje izvan "OPEC+" koje imaju kapaciteta za eventualno povećanje proizvodnje su SAD, Kanada i Brazil. U slučaju povećanja i njihove proizvodnje u drugoj polovici godine pritisak na daljnji rast cijena trebao bi izostati. Prosječna cijena sirove nafte u ovoj godini trebala bi prema našim očekivanjima za Brent iznositi 73 dolara po barelu odnosno 67 dolara po barelu za WTI.

Marijana Cigić, Hannes Loacker*

* Raiffeisen Bank International

Promjene u politikama središnjih banaka poznate i očekivane

- ESB najavila završetak programa otkupa obveznica
- FED – još dva podizanja kamatnih stopa u 2018.

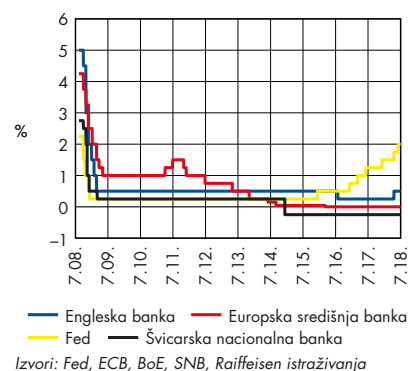
Iako je u posljednjem tromjesečju 2017. bilo promjena u politikama središnjih banaka one su bile očekivane i već ubrojene u tržišna očekivanja.

U lipnju su održani redovni sastanci američke i europske središnje banke. ESB je najavila privođenje kraju programa mjesečnog otkupa obveznica do kraja prosinca. Pri tome će se izlazak iz programa otkupa obveznica odvijati postupno uz smanjenje iznosa otkupa s 30 mlrd. eura na 15 mlrd. eura od rujna ove godine. Referentne kamatne stope Europska središnja banka namjerava držati nepromijenjenima barem dok kraja ljeta 2019. (depozitna na -0,4% te stopa refinanciranja na 0%). Uz najavu roka prestanka otkupa obveznica te odluku o zadržavanju kamatnih stopa na postojećim razinama ESB je revidirala svoje procjene rasta BDP-a te kretanja stope inflacije. Pri tome je godišnja stopa BDP-a za ovu godinu revidirana na niže (na 2,1% sa 2,4%) dok su stope za 2019. i 2020. zadržane na 1,9% odnosno 1,7%. S druge strane godišnja stopa inflacije za 2018., 2019. i 2020. je sa 1,4% u sve tri godine revidirana na 1,7%. Pri tome je revizija kretanja godišnje stope inflacije na više razine uglavnom temeljena na osjetno višim cijenama sirove nafte na svjetskim robnim tržištima u odnosu na razdoblje kada su objavljene prve projekcije. Međutim, godišnje stope rasta inflacije još uvijek nisu zabilježile stabilan uzlazni trend što se očekuje sa solidnim, kontinuiranim rastom gospodarstva. Uz očekivanja stabilnog, samoodrživog rasta stope inflacije očekujemo da bi u rujnu iduće godine ESB mogao započeti s ciklusom podizanja razine referentnih kamatnih stopa. S obzirom da je navedeno očekivano i već ukalkulirano u tržišna očekivanja značajnije reakcije tržišta bi trebale izostati.

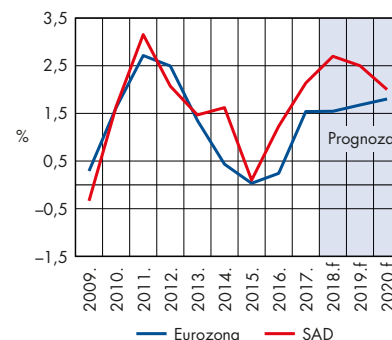
S druge strane Atlantika FED je, na posljednjem lipanjskom sastanku, jedno-glasnom odlukom čelnika FOMC-a povišio referentne kamatne stope za 0,25 postotnih bodova na raspon 1,75% do 2,00%. Naime, uz stabilne pokazatelje rasta gospodarstva, dobre pokazatelje s tržišta rada (očekivanja smanjenja stope nezaposlenosti koja bi na kraju 2019. trebala biti na razini od 3,5%, što je jedan postotni bod ispod vrijednosti koja se smatra neutralnom) i stopu inflacije koja je dosegla ciljanih 2% (te će kratkotrajno vjerojatno i probiti ciljani razinu) očekivanja o četiri, umjesto najavljenih tri podizanja u ovoj godini, su više vjerojatna. To znači da će sljedeća podizanja kamatnih stopa uslijediti u rujnu i prosincu ove godine. Međutim, u idućoj godini očekuju se još tri nova podizanja kamatnih stopa. Ukoliko ciljani razina kamatnih stopa ostane nepromijenjena (3,5%) očekujemo samo jedno podizanje u 2020.

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

Referentne kamatne stope



Prosječne godišnje stope inflacije



Prosječne kamatne stope na novčanom tržištu (%)

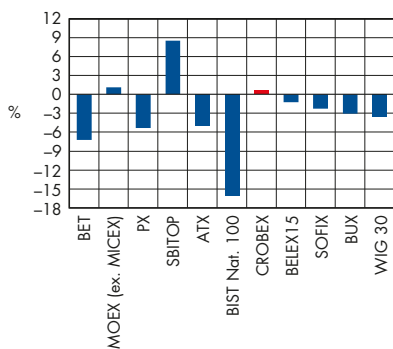
Eurozona	18.e	19.f	20.f	21.f
ESB referentna kamatna stopa	0,00	0,15	0,90	1,20
Depozitna stopa	-0,40	-0,20	0,40	0,70
Euribor 1mj.	-0,40	-0,20	0,50	0,75
Euribor 3mj.	-0,35	-0,15	0,60	0,85
Euribor 6mj.	-0,25	-0,05	0,70	0,90
Euribor 12mj.	-0,15	0,10	0,90	1,05
10-god. prinos	0,55	1,00	1,35	1,05

Izvor: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Blagi rast indeksa uz smanjenu likvidnost

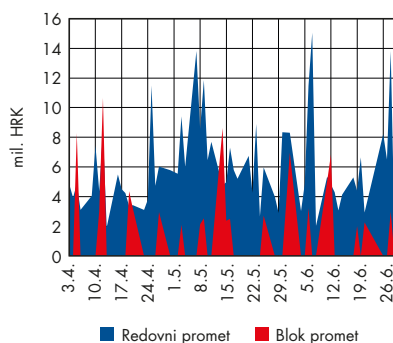
- Negativni povrati većine dioničkih indeksa regije SIE
- Nastavak pada likvidnost domaćeg dioničkog tržišta
- Još jedna rekordna turistička godina bi mogla dati pozitivan impuls domaćem tržištu kapitala

Regionalni indeksi – prinosi*



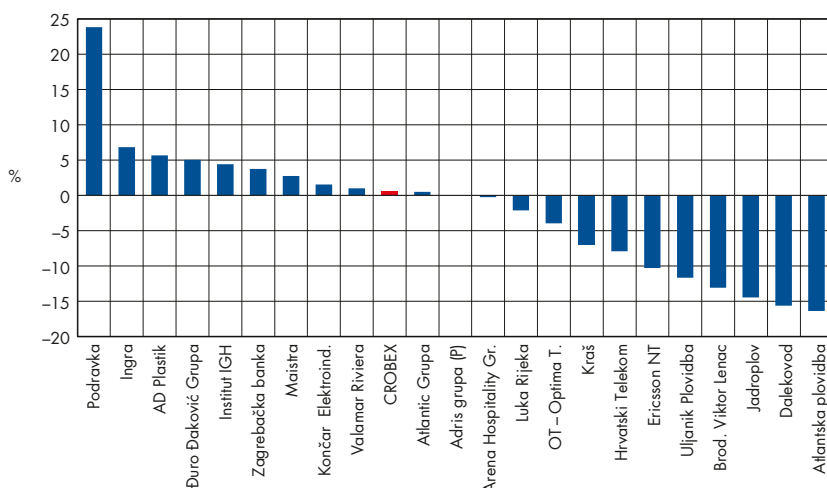
* u lokalnoj valuti na datum 29.6.2018. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Redovni i blok promet dionicama, dnevno



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

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



* povrati izračunati na datum 29.6.2018. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

U drugom tromjesečju ove godine dionički indeksi SIE regije zabilježili su većinom negativne rezultate dok su rast ostvarili slovenski, ruski i hrvatski indeks. Najviše je porastao slovenski indeks tržišta kapitala i to 8,5% što je rezultat porasta većine dionica sastavnica indeksa. Od sastavnica sa težinskim faktorom većim od 4 posto značajan rast cijena ostvarile su dionice Telekoma Slovenija (10,8%), Gorenja (103,9%) i Cinkarne Celje (23,9%). U drugom tromjesečju 2018. dioničari Gorenja dobili su ponudu kineske korporacije "Hisense" za prodaju dionica po cijeni od 12 eura, koja je s obzirom na zaključnu cijenu od dana koji je prethodio objavi ponude predstavljala premiju od 76%. Dionice sa najvećim težinskim udjelima u indeksu, Krka (29,9%) i Petrol (19,7%), ostvarile su nešto manji rast od 1,4% odnosno 0,3%. Prosječni dividendni prinos dionica SBITOP indeksa za 2018. iznosi 10,3% što predstavlja primamljiv povrat na kapital. Najveći pad od svih regionalnih indeksa zabilježio je indeks turskog tržišta kapitala (-16,0%) što je u skladu i sa negativnim razvojem ekonomske i političke situacije u toj zemlji koju karakterizira visoka inflacija i državni intervencionizam. Poljski WIG 30 (-3,6%), mađarski BUX (-3,0%) i bugarski SOFIX (-2,3%) zabilježili su negativna kretanja što je u skladu s razvijenijim europskim tržištem kapitala Austrije (-5,0%) na koje su spomenute ekonomije dosta naslonjene. Očekujemo da će spomenute države zabilježiti solidne stope rasta u 2018., no unatoč većinom poticajnim čimbenicima očekuje se oprezno trgovanje u ljetnim mjesecima, kad indeksi u regiji tradicionalno ostvaruju slabe povrate.

CROBEX i CROBEX10 su na razini tromjesečja ostvarili blagi rast od 0,6% odnosno 0,1%, dok su s obzirom na kraj prošle godine indeksi u negativnom teritoriju (-1,4% odnosno -2,7%). No ipak su značajno manje pali od nekih srednjeeuropskih indeksa kao što su poljski (-12,8%), mađarski (-8,3%) i bugarski (-6,4%) indeksi. Na razini drugog tromjesečja u minusima između 0,9% i 11% su tri sektorska indeksa s time da je sektor transporta pao najviše dok je najmanje

pao sektorski indeks industrijske proizvodnje podržan dobrim rezultatima sastavnica Đuro Đaković Grupe i Končar-Elektroindustrije. Sektorski indeksi turizma i proizvodnje i prerade hrane porasli su 2,3% odnosno 2,5% što je i jedan od važnijih razloga rasta CROBEX-a na tromjesečnoj razini jer težina tih dionica zajedno u CROBEX-u iznosi čak 41,5%. Prosječni dnevni promet u drugom tromjesečju 2018. iznosio je 5,9 mil. kuna, a zajedno sa blok transakcijama 7,3 mil. kuna, dok je u prethodnom tromjesečju bio veći i iznosio je 6,7 odnosno 10,2 mil. kuna. Najtrgovanija dionica prošlog tromjesečja bio je Hrvatski Telekom s 46,5 mil. kuna, a slijedi ga Valamar

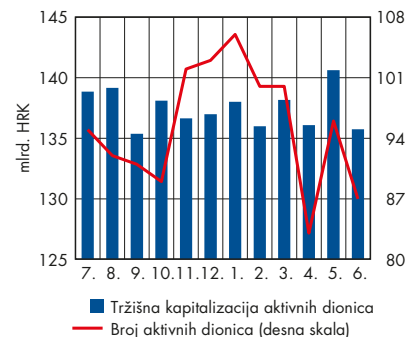
Riviera sa 44,5 mil. kuna.

U drugom tromjesečju deset je dionica iz sastava CROBEX-a uspjelo ostvariti rast cijene dok je povlašćena dionica Adris grupe na istoj razini kao i na kraju prvog tromjesečja. Podravka je u tromjesečju ostvarila najznačajniji rast cijene od 23,8% potaknuta dobri finansijskim rezultatima prvog tromjesečja i povećanjem potražnje za dionicom od strane nekih mirovinskih fondova koji su već postojeći dioničari Podravke. Dionica AD Plastika je također narasla čak 5,6% u drugom tromjesečju 2018. Cijena dionice je porasla po objavi dobrih finansijskih rezultata za prvo tromjesečje, objavljivanju 18% veće dividende za 2017., te je društvo za 2018. najavilo zadržavanje operativne profitabilnosti i povećanje ukupnih prihoda za 12%. Đuro Đaković Grupa u tromjesečju je ostvarila značajan rast cijene od 5% što je moglo biti potaknuto prodajom neoperativne imovine i donošenjem odluke o dokapitalizaciji koja preko novog strateškog investitora daje mogućnost otvaranja novih tržišta. I Zagrebačkoj banci je cijena u tromjesečju porasla 3,8%. Iako je u 2017. godini ostvarila pad dobiti od 38% i 51% nižu dividendu u usporedbi s 2016., u procesu nagodbe Agrokor je na svoje tražbine ostvarila povrat od 65%. Dionice Adris grupe i Hrvatskog Telekomu nisu uspjele u drugom tromjesečju realizirati rast cijene iako su društva u procesu otkupa vlastitih dionica. Izvedba dionice Adris grupe može biti djelomično protumačena sa sklapanjem nagodbe u Agrokoru gdje je Adris grupa za svoje bruto tražbine od 180,6 mil. eura uspjela ostvariti povrat od samo 25%. Adris grupa je u tromjesečju objavila dividendu veću od prošlogodišnje koja daje dividendi prinos od 4,2%.

Dionička kapitalizacija aktivnih dionica na kraju drugog tromjesečja od 135,7 mlrd. kuna snižena je za 1,8% s obzirom na prvo tromjesečje. Tako je u periodu od posljednjih godinu dana tržišna kapitalizacija aktivnih dionica premašila iznos od 140 mlrd. kuna samo u svibnju kada je broj trgovanih dionica iznosio 96. Likvidnost domaćeg tržišta kapitala se i u drugom tromjesečju 2018. smanjila pa je redovni dionički promet manji za 15% od ukupnog redovnog prometa u prvom tromjesečju 2018. godine. Time je nastavljen negativni trend na domaćem tržištu kapitala koji je došao do izražaja u drugom tromjesečju prošle godine kada je kriza u Agrokoru rezultirala i blokadom trgovanja dionicama kompanija iz njegova sastava. Posljednja blokada Agrokorovih dionica koje je i dalje na snazi započela je 21. veljače ove godine. Tako je ukupni redovni promet u drugom tromjesečju ove godine čak 42% manji s obzirom na drugo tromjesečje 2017. godine, kada je započeo proces izvanredne uprave, i čak 62% manji s obzirom na prvo tromjesečje 2017. godine. Oporavak likvidnosti tržišta se može očekivati od prvog tromjesečja sljedeće godine po provedbi nagodbe Agrokoru s eventualnim povratkom stranih investitora na domaće tržište kapitala. Još jedna rekordna turistička godina bi mogla dati pozitivan impuls domaćem tržištu kapitala po objavi finansijskih izvješća za treće tromjesečje. Također bi nova vlasnička struktura novog Agrokoru i operativno restrukturiranje pojedinih poduzeća moglo imati pozitivnog odjeka i na druga društva koja direktno surađuju sa Agrokorom i uvrštena su na domaće tržište kapitala. Sada je prosječni dividendni prinos dionica CROBEX-a na razini od 3,2%. Iznose dividendi po dionici u sljedećoj godini očekujemo na višim razinama s obzirom na to da u trećem i četvrtom tromjesečju očekujemo dobre rezultate uvrštenih društava.

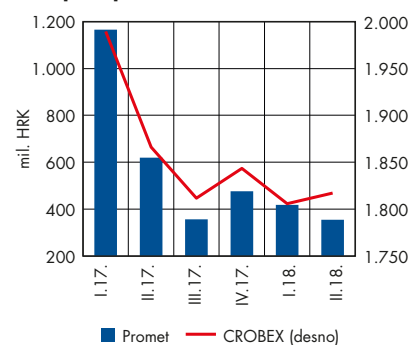
Tea Pevec

Broj i tržišna kapitalizacija dionica na mjesečnoj razini



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Tromjesečni redovni promet dionicama i CROBEX na kraju tromjesečja



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Pokazatelji CROBEX kompanija

Kompanija	Dividenda po dionici*	Dividendni prinos**
AD Plastik	10,00	5,0%
Adris grupa (P)	17,50	4,2%
Arena Hospitality Group	0,00	0,0%
Atlantic Grupa	20,00	2,1%
Atlantska Plovidba	0,00	0,0%
Đuro Đaković Grupa	0,00	0,0%
Dalekovod	0,00	0,0%
Ericsson Nikola Tesla	32,50	3,2%
Hrvatski Telekom	6,00	4,0%
Institut IGH	0,00	0,0%
Ingra	0,00	0,0%
Jadroplov	0,00	0,0%
Končar-Elektroindustrija	14,00	2,2%
Kraš	10,00	2,5%
Luka Rijeka	0,00	0,0%
Maistra	0,00	0,0%
OT-Optima Telekom	0,00	0,0%
Podravka	7,00	2,2%
Valamar Riviera	0,90	2,2%
Uljanik Plovidba	0,00	0,0%
Brodogradilište Viktor Lenac	0,09	1,0%
Zagrebačka banka	2,60	4,1%

* u lokalnoj valuti, za 2017. za koje nije objavljena stoji za 2016.

** s obzirom na cijene na datum 9.7.2018.

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

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

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

PPP – *Purchasing power parity* (paritet
 kupovne moći)

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*

tel.: 01/45 66 466, telefaks: 01/48 11 626 Publikacija je dovršena 18. srpnja 2018.

Publikacija odobrena od strane urednika: 19. srpnja 2018. u 11:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 19. srpnja 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 pouzdanim, ali za čiju potpunost i točnost ne preuzimamo nikakvu odgovornost. Sve analize sadržane u ovoj publikaciji utemeljene su jedino na javno dostupnim informacijama i pod pretpostavkom da su te informacije cjelovite i točne, a što ne mora biti slučaj i za korisnika predstavlja rizik, kako izdavatelja, tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda. Procjene, projekcije, preporuke ili predviđanja budućih događaja te mišljenja iznesena u ovoj publikaciji predstavljaju neovisne prosudbe analitičara na dan objavljivanja, ako nije drugačije navedeno. Za izradu ove publikacije značajni su bili sljedeći materijalni izvori: Državni zavod za statistiku, Hrvatska narodna banka, Vlada Republike Hrvatske, Hrvatski zavod za zapošljavanje, Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, Ministarstvo financija, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Zagrebačka burza, Ekonomski institut, Bloomberg, Eurostat, The Vienna Institute for International Economic Studies i ostali izvori izričito navedeni u analizi.

RBA zadržava pravo ne ažurirati informacije iznesene u ovoj publikaciji ili ih potpuno ukinuti. Objava ažurirane analize, ako je i bude, ostaje diskrecijska odluka analitičara i RBA. U slučaju izmjena ili ukidanja informacija iznesenih u ovoj publikaciji, RBA će obavijest o izmjenama ili ukidanju kao i razloge koji su doveli do izmjena ili ukidanja publikacije objaviti na isti način kao i ovu publikaciju uz jasno upućivanje da se izmjene ili ukidanje odnosi na ovu publikaciju.

Ova publikacija ne može predstavljati i ne predstavlja temelj za donošenje investicijske odluke, već se svi korisnici pozivaju da se prije donošenja investicijske odluke informiraju dodatno i u mjeri koju drže potrebnom.

Cijene vrijednosnih papira koje se navode u ovoj publikaciji su zadnje cijene dostupne u 16:30 CET na dan koji prethodi ovoj publikaciji, osim ako u samoj publikaciji nije drugačije navedeno.

Investicijske mogućnosti o kojima se raspravlja u ovoj publikaciji mogu biti neprikladne za neke investitore, ovisno o njihovim konkretnim investicijskim ciljevima i investicijskom horizontu, te uzimajući u obzir njihov ukupan financijski položaj. Investicije koje su predmet ove publikacije mogu varirati s obzirom na cijenu ili vrijednost. Investitori mogu ostvariti povrat manji od početnog ulaganja. Promjene deviznog tečaja mogu imati negativan utjecaj na vrijednost investicija. Osim toga, rezultati ostvareni u prošlosti ne moraju nužno implicirati rezultate u budućnosti. Rizici povezani s ulaganjem u financijske, novčane ili investicijske instrumente koji su predmet ove publikacije nisu objašnjeni u potpunosti. Informacije su iznesene bez jamstva, u zatečenom stanju, te se ne smiju smatrati zamjenom za investicijski savjet. Investitori moraju sami donijeti odluku u pogledu primjerenosti ulaganja u bilo koji od ovdje spomenutih instrumenata, na temelju koristi i rizika koji iz njih proizlaze, vlastite investicijske strategije, te pravnog, fiskalnog i financijskog položaja. Budući da ova publikacija ne predstavlja osobnu preporuku za ulaganje, ona, niti bilo koji njezin dio, ne predstavlja osnovu za sklapanje bilo kakvog ugovora ili preuzimanje bilo kakve obveze, niti se u nju smije pouzdati u vezi s takvim radnjama, niti se ona smije koristiti kao poticaj za takve radnje. Ulagateljima se savjetuje da stupe u kontakt s ovlaštenim investicijskim savjetnikom za pojedinačna objašnjenja i savjete.

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

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

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

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

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

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:

– Atlantic Grupa d.d. (8.6.2015.), Hrvatski Telekom d.d. (11.12.2007.), 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	3	0	0	0	0
% svih preporuka	25%	75%	0%	0%	0%	0%
Usluge invest. bankarstva	0	0	0	0	0	0
% svih usl. invest. bankar.	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Popis povijesnih preporuka za dionička tržišta, kamatne stope tržišta novca RH, hrvatske obveznice izdane na lokalnom tržištu i ostale preporuke dostupan je na linku: <http://www.rba.hr/istrazivanja/povijest-preporuka>

Napominjemo da RBA, s njom povezana društva i zaposlenici ili članovi organa upravljanja, kao i osobe koje su sudjelovale u izradi ove publikacije te s njima povezane osobe drže ili trguju financijskim instrumentima u iznosima koji premašuju 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja ili posluju sa subjektima iz sektora na koje se ova publikacija odnosi. Međutim, RBA je primjenom mjera zaštite povjerljivosti i sprečavanja sukoba interesa u razumnoj mjeri osigurala da takva okolnost ni na koji način nije utjecala na bilo što navedeno u ovoj publikaciji.

RBA je dio grupacije RBL. RBL je poslovna investicijska banka i ima sjedište u Austriji. Već 25 godina RBL 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, RBL 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. RBL 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. RBL 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 RBL, 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.