RBAnalize

broj 71
listopad 2018.



Rast na krilima osobne potrošnje

- Blago usporavanje rasta
- Korak do investicijskog rejtinga
- Umjerena inflacija, stabilan tečaj i niske kamatne stope
- Dobri povrati dioničkih tržišta

Raiffeisen ISTRAŽIVANJA

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: xbrchx

www.rba.hr

Sadržaj

Pokazatelji
Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja 3
Usporedne tablice 4

Uvod
Naizgled dobro, no je li (dovoljno)? 5

Realni sektor
Solidan rast, ali ipak uz polagano usporavanje 6

Platna bilanca, inozemni dug
Razduživanje se nastavlja 8

Tečaj, monetarna politika i inflacija
EUR/HRK uz minimalne pomake 9

Fiskalna politika i tržište duga
Rast prihoda uz obuzdavanje rashoda 11

Tržište stambenih prostora
Rast cijena stambenih nekretnina 14

Financijski sustav
Višak likvidnosti u sustavu potiče kreditiranje 16

Nafta
Zamjetan rast cijena sirove nafte 17

Politike središnjih banaka
ESB i FED – dobro poznate smjernice monetarnih politika 18

Tržište dionica
Mirovinski fondovi i sama društva zadržali burzovni indeks od većeg pada 19

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	2,6	2,5	2,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	43.787	43.435	44.610	46.638	48.991	51.264	53.348	55.138
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.288	10.254	10.531	11.094	11.782	12.416	12.986	13.491
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	1,9
%, 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	2,4	2,5	2,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	20,2	19,6	17,0	14,8	12,1	9,9	9,1	8,5
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	17,4	17,3	16,3	13,1	11,2	9,8	9,0	8,5
Prosječna neto plaća, u HRK	5.515	5.534	5.594	5.685	5.984	6.260	6.521	6.723
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	–5,3	–5,1	–3,4	–0,9	0,9	–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	77,5	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	1.108	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	106,9	101,7	89,3	81,8	78,0	74,8	74,0
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	5,99	5,56
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	7,43	7,46	7,48
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	57,9	63,4	70,7	83,5	99,4	116,5	120,3	123,3
% promjena	11,5	9,6	11,4	18,1	19,1	17,2	3,3	2,5
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	264,9	273,3	287,4	300,9	307,2	319,2	326,6	332,8
% promjena	4,0	3,2	5,1	4,7	2,1	3,9	2,3	1,9
Plasmani, mlrd. HRK, kr	240,8	237,0	230,0	221,5	218,9	225,3	230,0	234,6
% promjena	–0,5	–1,6	–3,0	–3,7	–1,2	2,9	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	0,6	0,7	1,1

[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 (%)

	2017.	2018.e	2019.f	2020.f
Poljska	4,6	4,8	3,9	3,1
Mađarska	4,0	4,2	3,4	2,2
Češka	4,5	3,1	3,0	2,5
Slovačka	3,4	4,0	4,0	2,8
Slovenija	4,9	4,0	2,6	2,0
SE	**4,4**	**4,2**	**3,6**	**2,8**
Hrvatska	**2,9**	**2,6**	**2,5**	**2,0**
Bugarska	3,6	3,5	3,2	2,5
Rumunjska	7,0	3,5	3,5	3,0
Srbija	1,9	4,0	3,5	3,5
BiH	2,6	3,0	3,0	2,5
Albanija	3,8	4,0	3,8	2,2
JIE	**5,1**	**3,4**	**3,3**	**2,8**
Rusija	1,5	1,5	1,5	1,5
Ukrajina	2,5	3,5	2,5	3,0
Bjelorusija	2,4	3,5	2,5	2,0
IE	**1,6**	**1,7**	**1,6**	**1,6**
SIE	**2,8**	**2,6**	**n.v.**	**n.v.**
Austrija	2,6	3,0	1,9	1,2
Njemačka	2,5	1,7	1,6	1,0
Eurozona	2,5	2,0	1,7	1,3
SAD	**2,2**	**2,8**	**2,0**	**0,5**

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

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

	2017.	2018.e	2019.f	2020.f
Poljska	2,0	1,8	2,6	2,6
Mađarska	2,4	2,8	3,0	3,4
Češka	2,5	2,2	2,6	2,2
Slovačka	1,3	2,6	2,3	2,0
Slovenija	1,6	1,9	2,1	2,3
SE	**2,1**	**2,1**	**2,6**	**2,6**
Hrvatska	**1,1**	**1,4**	**2,0**	**2,0**
Bugarska	2,1	2,6	3,1	3,4
Rumunjska	1,3	4,6	3,2	2,9
Srbija	3,2	2,2	2,9	3,5
BiH	1,3	1,5	2,0	2,0
Albanija	2,0	2,2	2,6	3,0
JIE	**1,6**	**3,4**	**2,9**	**2,9**
Rusija	3,4	3,0	4,7	4,1
Ukrajina	14,4	11,5	9,5	8,0
Bjelorusija	6,0	6,0	6,0	6,0
IE	**4,2**	**3,6**	**5,0**	**4,4**
SIE	**3,3**	**3,1**	**n.v.**	**n.v.**
Austrija	2,2	2,1	2,1	2,0
Njemačka	1,7	1,9	2,2	1,7
Eurozona	1,5	1,7	1,7	1,8
SAD	**2,1**	**2,7**	**2,5**	**2,3**

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (%, god. promjena)

	2017.	2018.e	2019.f	2020.f
Poljska	5,4	6,7	6,7	4,3
Mađarska	16,8	6,3	4,0	-5,0
Češka	3,7	8,6	6,9	4,9
Slovačka	3,2	12,0	3,0	1,0
Slovenija	10,7	n.v.	n.v.	n.v.
SE	**6,6**	**7,2**	**5,7**	**2,6**
Hrvatska	**3,8**	**3,9**	**6,0**	**n.v.**
Bugarska	3,8	4,5	5,0	4,8
Rumunjska	4,7	3,5	7,0	6,0
Srbija	5,9	8,0	6,6	n.v.
BiH	5,8	8,0	9,5	8,9
Albanija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
JIE	**4,4**	**4,2**	**6,3**	**4,2**
Rusija	3,6	3,0	2,5	2,5
Ukrajina	25,0	10,0	5,0	3,0
Bjelorusija	5,0	7,0	n.v.	n.v.
IE	**5,0**	**3,6**	**2,6**	**2,5**
SIE	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**
Austrija	**4,9**	**4,5**	**2,5**	**1,5**
Njemačka	3,6	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	2,9	3,2	2,1	1,0
SAD	**4,8**	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

	2017.	2018.e	2019.f	2020.f
Poljska	0,1	–0,5	0,4	0,9
Mađarska	2,9	1,8	0,8	1,1
Češka	1,1	0,9	0,5	0,3
Slovačka	–2,1	–1,9	–0,4	–0,4
Slovenija	7,2	7,5	6,5	6,0
SE	**0,5**	**0,0**	**0,4**	**0,6**
Hrvatska	**3,9**	**2,2**	**2,4**	**2,3**
Bugarska	3,9	1,9	0,9	0,3
Rumunjska	–3,4	–3,8	–4,1	–4,3
Srbija	–5,7	–5,0	–4,8	–5,4
BiH	–4,8	–5,1	–5,5	–5,1
Albanija	–6,7	–5,9	–6,2	–6,6
JIE	**–1,8**	**–2,6**	**–2,8**	**–3,1**
Rusija	2,5	7,1	6,7	6,8
Ukrajina	–2,2	–3,2	–2,8	–3,0
Bjelorusija	–1,7	–3,1	–2,9	–2,8
IE	**2,1**	**6,0**	**5,6**	**5,7**
SIE	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**
Austrija	1,9	2,3	2,2	2,1
Njemačka	7,9	7,5	7,0	7,0
Eurozona	3,5	3,3	3,1	2,6
SAD	**–2,3**	**–2,5**	**–2,5**	**–2,5**

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

	2017.	2018.e	2019.f	2020.f
Poljska	–1,7	–1,4	–1,4	–1,8
Mađarska	–2,0	–2,5	–2,5	–2,0
Češka	0,0	0,5	0,0	–0,7
Slovačka	–1,0	–1,0	–1,0	–1,0
Slovenija	0,0	0,2	0,0	0,0
SE	**–1,2**	**–1,0**	**–1,2**	**–1,4**
Hrvatska	**0,9**	**–0,5**	**–1,0**	**–1,2**
Bugarska	0,9	0,0	–0,5	–0,5
Rumunjska	–2,9	–3,5	–3,0	–2,8
Srbija	0,7	0,5	–1,2	–1,2
BiH	2,6	0,5	1,0	1,0
Albanija	–2,0	–2,0	–1,8	–1,5
JIE	**–1,2**	**–1,9**	**–1,9**	**–1,8**
Rusija	–1,5	0,3	0,5	0,5
Ukrajina	–3,1	–3,0	–2,5	–3,0
Bjelorusija	2,9	1,5	1,0	1,0
IE	**–1,5**	**0,1**	**0,3**	**0,3**
SIE	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**
Austrija	–0,7	–0,3	0,0	0,0
Njemačka	1,3	1,2	1,4	1,5
Eurozona	–0,9	–0,7	–0,6	–0,5
SAD	**–3,5**	**–4,2**	**–5,2**	**–5,6**

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2017.	2018.e	2019.f	2020.f
Poljska	50,6	49,1	46,4	45,8
Mađarska	72,1	71,4	70,2	68,5
Češka	34,7	33,6	32,5	31,7
Slovačka	50,9	49,5	47,3	45,8
Slovenija	73,6	70,5	67,3	65,4
SE	**51,3**	**49,9**	**47,8**	**46,8**
Hrvatska	**77,5**	**75,3**	**72,5**	**70,1**
Bugarska	25,1	24,0	23,0	22,0
Rumunjska	35,0	35,6	36,4	37,1
Srbija	61,4	57,9	56,8	55,0
BiH	37,1	37,0	38,5	39,0
Albanija	69,9	69,0	66,5	63,0
JIE	**43,1**	**42,6**	**42,3**	**42,0**
Rusija	13,0	13,0	13,2	13,2
Ukrajina	70,1	62,9	59,5	56,5
Bjelorusija	39,3	38,0	37,7	36,6
IE	**17,4**	**16,9**	**16,9**	**16,7**
SIE	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**
Austrija	78,4	73,8	70,7	68,0
Njemačka	64,1	60,2	56,3	55,8
Eurozona	86,7	84,5	82,2	80,3
SAD	**105,6**	**106,0**	**107,0**	**108,0**

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2017.	2018.e	2019.f	2020.f
Poljska	72,6	71,2	65,4	55,0
Mađarska	86,7	81,4	75,3	69,8
Češka	90,3	85,8	80,9	78,3
Slovačka	97,7	109,4	106,0	104,6
Slovenija	101,9	93,1	87,2	84,5
SE	**82,1**	**80,2**	**74,9**	**67,8**
Hrvatska	**81,8**	**78,0**	**74,8**	**74,0**
Bugarska	64,6	62,6	60,8	59,8
Rumunjska	49,8	48,7	49,6	50,0
Srbija	69,9	61,6	59,5	57,7
BiH	54,2	54,5	54,4	56,0
Albanija	67,5	61,7	57,4	54,9
JIE	**58,8**	**56,4**	**55,8**	**55,4**
Rusija	29,3	33,5	35,3	33,1
Ukrajina	105,8	93,2	95,0	93,9
Bjelorusija	73,3	70,0	66,1	62,8
IE	**35,5**	**39,0**	**41,0**	**38,8**
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	121,3	119,0	n.v.	n.v.
SAD	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**	**n.v.**

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjek)

	2017.	2018.e	2019.f	2020.f
Poljska	4,26	4,25	4,17	4,18
Mađarska	309,27	318,54	320,00	320,00
Češka	26,33	25,50	25,24	25,68
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
Hrvatska	**7,46**	**7,43**	**7,46**	**7,48**
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,57	4,66	4,68	4,65
Srbija	121,35	118,44	120,30	121,50
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	134,16	128,15	126,90	127,50
Rusija	65,92	75,07	83,64	88,75
Ukrajina	30,04	32,38	34,04	37,13
Bjelorusija	2,18	2,41	2,49	2,74
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	**euro**	**euro**	**euro**	**euro**
SAD	**1,13**	**1,19**	**1,18**	**1,25**

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Rejting*

	S&P	Moody`s	Fitch
Poljska	BBB+	A2	A–
Mađarska	BBB–	Baa3	BBB–
Češka	AA–	A1	AA–
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			
SAD	**AA+**	**Aaa**	**AAA**

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

Naizgled dobro, no je li (dovoljno)?

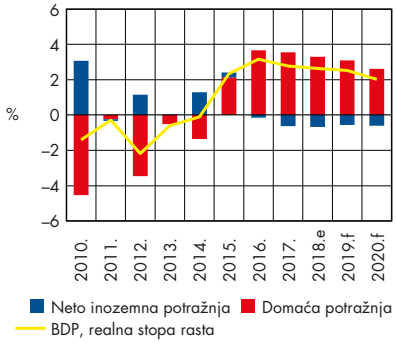
Drugo tromjesečje donijelo je blago ubrzanje gospodarske aktivnosti uglavnom oslonjeno na osobnu potrošnju ili sa strane ponude na djelatnosti vezane uz turizam i trgovinu. Prvi pokazatelji trećeg tromjesečja potvrđuju da dinamika rasta ostaje slična, a struktura istog gotovo nepromijenjena. U cjelini 2018. godina donijet će blago usporavanje gospodarske aktivnosti s pozitivnim doprinosom domaće potražnje te negativnim doprinosom neto inozemne potražnje. Naime, razmjeno visoka uvozna ovisnost umanjuje pozitivne učinke izvoza roba i usluga, upozoravajući i dalje na nisku i stagnantnu konkurentnost. Navedeno zorno oslikava pad obujma industrijske proizvodnje, ali i sama struktura izvoza roba i usluga. Kod robnog izvoza fokus bi trebao biti na jačanju proizvodnje proizvoda srednje do visoke tehnološke složenosti, dok se izvoz usluga unatoč potencijalima, dominantno oslanja i ovisi o turizmu. Slični trendovi nastavit će se i u 2019. Očekujemo usporavanje rasta osobne potrošnje, ali i veći doprinos investicija koje još uvijek čekaju na uspješnije povlačenje sredstava iz EU fondova.

Globalno okruženje polako se zaoštrava ne samo zbog jačanja protekcionističkih trgovinskih mjera, nestabilnosti u Italiji te geopolitičkih napetosti na Bliskom istoku, već i zbog činjenice da se većina razvijenih ekonomija nalazi u zreloj fazi ekonomskog ciklusa koja podrazumijeva punu zaposlenost i potpunu iskoristivost kapaciteta. Stoga je sasvim izgledno polagano usporavanje odnosno vraćanje stopa gospodarskog rasta prema nižim razinama. U takvim uvjetima postavlja se pitanje hoće li, kada i kojom dinamikom Europska središnja banka započeti sa stezanjem monetarne politike. Povlačenje goleme količine likvidnosti ne čini se izvjesnim u kratkom roku budući da inflacija ostaje umjerena i ispod ciljanih razina. Stoga očekujemo zadržavanje referentnih kamatnih stopa na trenutnim razinama barem do rujna 2019. Posljedično kratkoročne kamatne stope mogle bi se zadržavati ispod ili oko nule. Slične tržišne uvjete treba očekivati u Hrvatskoj, gdje kao sidro monetarne politike i dalje ostaje stabilnost tečaja kune u odnosu na euro.

Rast temeljen na potrošnji pogoduje prihodnoj strani proračuna koja se uvelike oslanja na PDV pa su, uz obuzdavanje rashodne strane proračuna, fiskalne projekcije u osnovnom scenariju izložene pozitivnim rizicima. Međutim, događanja oko Uljanik grupe i aktivacija državnih jamstva istopiti će potencijalni višak u državnoj blagajni pritom ne ugrožavajući ostvarivanje primarnih suficita. On će zajedno se blagim jačanjem kune u odnosu na euro, gospodarskim rastom i snažnijom inflacijom omogućavati pad omjera javnog duga i BDP-a. Takva slika ohrabruje mogućnost da se Hrvatska tijekom 2019. vrati u društvo država s investicijskim rejtingom, ali zasigurno ne jamči da smo stvorili preduvjete za dugoročno održiv, stabilan i otporan rast. Štoviše dugoročni izgledi ostaju pod utegom stagnirajuće konkurentnosti, slabog institucionalnog okruženja i potrebe jačanja vladavine prava. Upravo oni nužni su za stvaranje prosperitetnog društva. Najveći izazov i prepreku snažnijem i održivijem rastu Hrvatske već sada predstavlja ljudski kapital. Stoga bi se na dugoj listi prioritetnih reformi svakako trebala zadržati reforma obrazovnog sustava odnosno osposobljavanja mladih za suvremeno tržište rada. U cilju zadržavanja radno sposobnog stanovništva potrebno je stvoriti poticajno poslovno okruženje, kroz smanjenje birokratiziranosti sustava i povećanje efikasnosti javnih i državnih službi, što bi povoljno djelovalo na investicije i otvaranje novih radnih mjesta.

Zrinka Živković Matijević

BDP i doprinosi rastu



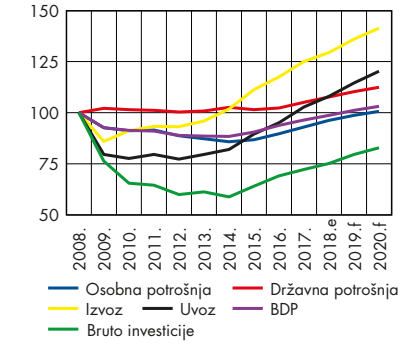
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

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+	Pozitivan	BB+	Pozitivan

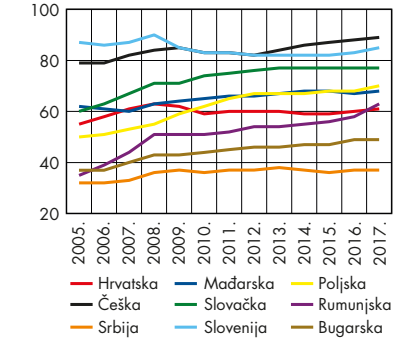
** na dan 25. listopada 2018.*
Izvori: HNB, rejting agencije, Raiffeisen istraživanja

Realni BDP i komponente (2008. = 100)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

BDP po glavi stanovnika (EU28 = 100), paritet kupovne moći

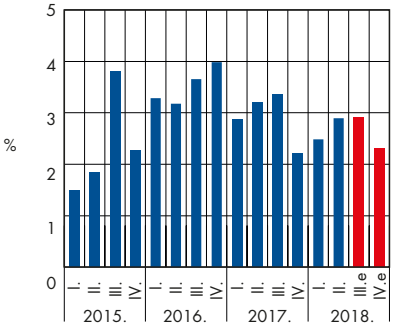


Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Solidan rast, ali ipak uz polagano usporavanje

- **Osobna potrošnja predvodnik rasta**
- **Investicije još čekaju poticaj iz javnog sektora**

Realna godišnja promjena BDP-a, izvorni podaci



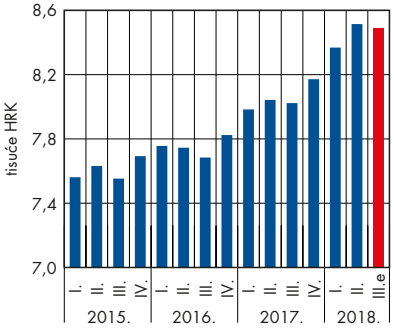
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Službena nezaposlenost (HZZ)



Izvori: DZS, HZZ, Raiffeisen istraživanja

Prosječna bruto plaća



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Iako primarno oslonjen na osobnu potrošnju, stabilan i široko rasprostranjen rast nastavio se u drugom tromjesečju. Osim pozitivnog doprinosa domaće potražnje, u razdoblju od travnja do lipnja, zbog oporavka izvozne aktivnosti poticaj rastu ovoga je puta došao i od neto inozemne potražnje. Promatrajući bruto dodanu vrijednost očekivano najbolji rezultati ostvaruju se u djelatnostima vezanim uz trgovinu i turizam, ali solidne stope rasta ostvaraju se i u djelatnostima informacija i telekomunikacija.

Ipak, stopa realnog rasta gospodarstva od prosječnih 2,7% u prvom polugodištu ove godine jasno ukazuje na blago usporavanje. U odnosu na prosjek EU28, Hrvatska je zabilježila nešto snažniji rast, ali dinamika rasta i dalje zaostaje za većinom država srednje i istočne Europe. Posljedično, stvarna kupovna moć po glavi stanovnika ni u 2018. godini neće se bitnije pomaknuti s 61% prosjeka EU zadržavajući Hrvatsku uz Bugarsku na začelju država EU.

Strukturno gledano druga polovica 2018. neće donijeti bitnijih promjena. Navedeno podrazumijeva razmjerno snažniji rast u trećem tromjesečju te usporavanje u posljednjem pri čemu kao glavni pokretač pozitivnih kretanja ostaje osobna potrošnja. Ona će podršku i dalje pronalaziti u solidnim turističkim rezultatima, padu nezaposlenosti te blagom i nesrazmjernom malom rastu zaposlenosti. Uz još uvijek umjerenu inflaciju i niske troškove (re)financiranja raspoloživi osobni dohodak će rasti. Osim administrativnog povećanja prosječnih plaća (zbog poreznih izmjena i promjena u javnim sustavima) pritisak na plaće nastaviti će dolaziti iz osjetnog nedostatka radne snage naglašavajući potrebu da se problematika ljudskog kapitala, neophodnog za održive i stabilne stope rasta, stavi u prvi plan kod kreiranja ekonomskih politika.

Središnja turistička sezona ostvarila je očekivano razmjerno skromne stope rasta, ali predsezona, te vrlo izgledno post – sezona, s dvoznamenkastim stopama rasta, zasigurno će pozitivno utjecati na devizne priljeve od turizma. Oni zbog strukture smještajnih kapaciteta osim izvoza usluga uvelike utječu i na raspoloživi dohodak i potrošnju sektora kućanstava. Turizam nakon pola desetljeća intenzivnog ulaganja ima sve dulju sezonu, ali sasvim je izvjesno da infrastrukturni kapaciteti sve teže podnose pojačani priljev dolazaka i noćenja turista.

Doprinos osobne potrošnje u 2019. trebao bi biti nešto blaži, većim dijelom zbog učinka baznog razdoblja budući da ova najveća sastavnica BDP-a raste po solidnim stopama od iznad 3 posto još od početka 2016. godine. Nezaposlenost će nastaviti padati, zaposlenost blago rasti, ali problem manjka radne snage ostat će prisutan i tijekom 2019.

Investicije, osobito javne, još uvijek nisu uhvatile zamašnjak. Iako se na razini cijele 2018. očekuje njihov realni rast iznad 3,5% investicije su još uvijek na 25 posto nižim razinama u usporedbi s 2008. U nadi da će javne investicije tijekom 2019. dobiti svoj zamašnjak očekujemo njihov snažniji doprinos rastu. U tom slučaju moguće je očekivati i oporavak građevinarstva čije su skromne sto-

pe rasta u 2018. uglavnom oslonjene na stanogradnju. Međutim, investicije su uvelike ovisne o povlačenju sredstava iz EU fondova budući da se većina javnih projekata uglavnom (su)financira iz ovog izvora.

Iako očekujemo blago usporavanje na tržištima hrvatskih najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera izvoz i roba i usluga bi trebao zabilježiti blago intenziviranje stopa rasta. Rast izvoza roba temeljimo na skromnoj bazi i činjenici da se sve više poduzeća okreće inozemnim tržištima. S druge strane izvoz usluga, odnosno njegova najveća sastavnica turizam, daljnji rast ostvarivat će osobito zbog rezultata izvan središnje turističke sezone. S druge strane ljetni središnji mjeseci trebali bi ostvariti skromne stope rasta, ali u trenutnim uvjetima i jedino održive.

Pozitivan utjecaj izvoza roba i usluga biti će neutraliziran nastavkom rasta uvoza pa u cijelom projekcijskom razdoblju očekujemo blago negativan doprinos neto inozemne potražnje.

Osnovna projekcija ostaje izložena pozitivnim i negativnim rizicima. Nastavak razmjerno snažnih turističkih pokazatelja osim što bi utjecao na snažniji rast izvoza usluga dao bi daljnji poticaj osobnoj potrošnji. Zbog izrazitog smanjenja radno sposobnog stanovništva pritisak na rast plaća može biti snažniji od trenutnih očekivanja što može djelovati pozitivno na povećanje raspoloživog dohotka. Međutim rast troškova za zaposlenike u privatnom sektoru zasigurno može umanjiti i njegov investicijski potencijal.

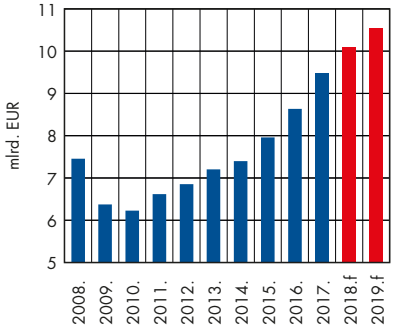
Bitniji odmak od naših prognoza pritom je zasigurno obuzdan jačim uvozom koji će u takvom scenariju umanjivati pozitivne učinke izvoza usluga i potrošnje.

S druge strane investicije, osobito javne ostaju kolebljiva i teško predvidiva komponenta ovisna o sposobnosti odnosno uspješnosti povlačenja sredstava iz EU fondova. U slučaju podbačaja investicija ili zamjetnog smanjenja inozemne potražnje projekcija je izložena negativnim rizicima. Dodatno, ne treba zanemariti ni konkurentske turističke destinacije (Turska, Grčka, Sjeverna Afrika). Naime smirivanje geopolitičkih prilika i mogući oporavak u tim područjima smanjuje potencijal hrvatskog turističkog prometa budući da se još uvijek u glavnini percipiramo kao odredište sunca i mora, a i struktura kapaciteta (uvelike oslonjena na sobe i apartmane) ukazuje na potrebu daljnjeg jačanja konkurentnosti turizma.

Naposljetku daljnje jačanje protekcionističkih mjera na globalnoj razini moglo bi utjecati na usporavanje rasta nekih važnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera s nepovoljnim djelovanjem i na domaća gospodarska kretanja.

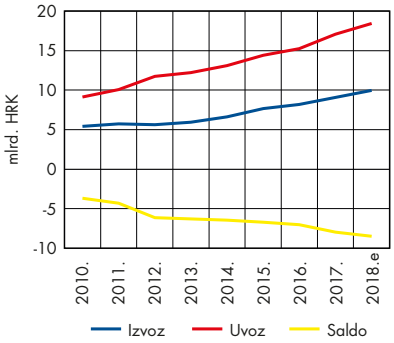
Zrinka Živković Matijević

Prihodi od turizma



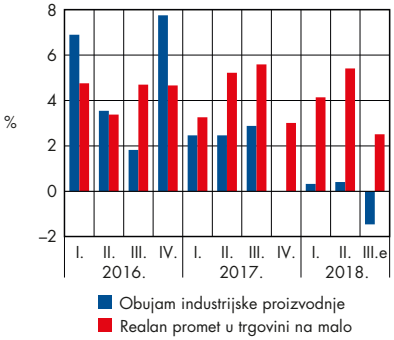
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Robna razmjena s EU kroz godine



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

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

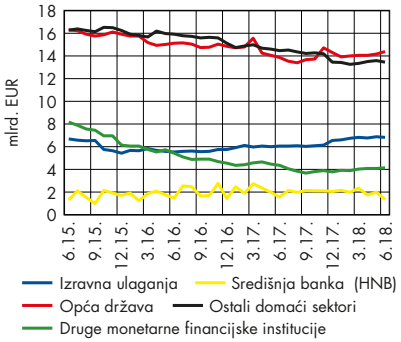


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Razduživanje se nastavlja

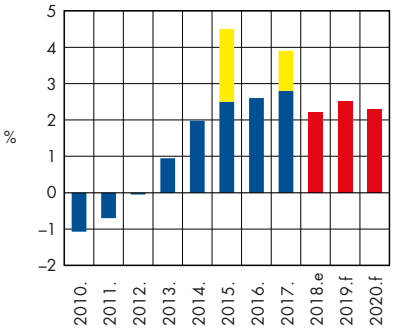
- **Višak na tekućem računu u drugom tromjesečju**
- **Rast zaduživanja iz domaćih izvora**

Bruto inozemni dug prema kategorijama



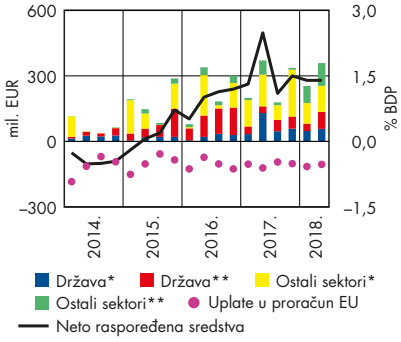
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u*



** žuto prikazuje jednokratni utjecaj CHF konverzije u 2015. i Agrokora u 2017.*
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Transakcije s proračunom EU-a



** tekući prihodi; ** kapitalni prihodi*
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Rekordna razina likvidnosti na lokalnom financijskom tržištu omogućava realnom sektoru povećanje aktivnosti financiranjem iz domaćih izvora čime se postupno smanjuje njihova inozemna zaduženost. Od 2012. godine i financijski je sektor znatno smanjio posudbe od inozemnih vjerovnika uslijed razmjerno jeftinijih domaćih depozita, visoke likvidnosti i još uvijek potisnute potražnje za kreditima. Posljedično, krajem prvog polugodišta ukupni bruto inozemni dug spustio se na 40,1 mlrd. eura ili 80% BDP-a potvrđujući kako će nominalno razduživanje prema inozemnim vjerovnicima biti nastavljeno i treću godinu za redom. Daljnje smanjenje duga u sektoru poduzeća očekujemo kao rezultat iščezavanja razlike u trošku financiranja na domaćem i inozemnom financijskom tržištu. Slijedom toga, očekujemo nastavak pada udjela bruto inozemnog duga u BDP-u na razinu oko 78% u 2019. godini te nastavak povoljnih kretanja i u narednim godinama.

I treću godinu za redom u drugom je ovogodišnjem tromjesečju ostvaren suficit na tekućem računu bilance plaćanja. Stalni višak na tekućem računu platne bilance posljedica je velikog i rastućeg suficita na podračunu usluga koji proizlazi iz snažne turističke sezone, čime se ublažavaju negativna kretanja u robnoj razmjeni odnosno na podračunu roba.

Na razini cijele 2018., obzirom na postignutu nagodbu i plan restrukturiranja Agrokora očekujemo da će utjecaj rezervacija banaka za plasmane koncernu Agrokor iščeznuti (barem za sada), čime se smanjuje pozitivan neto učinak na računu primarnog dohotka koji je bio prisutan tijekom 2017. te će manjak na navedenom računu ponovno porasti. Pozitivna kretanja u platnoj bilanci bit će zasigurno rezultat poboljšanja na računu usluga zahvaljujući još jednoj iznimno uspješnoj turističkoj sezoni.

Nadalje, očekivani rast neto prihoda od transakcija s proračunom EU povećat će pozitivan saldo na podračunu sekundarnog dohotka i na računu kapitalnih transakcija. Očekuje se i rast naknada zaposlenima i osobnih transfera iz inozemstva s obzirom na sve izraženije iseljavanje radne snage. S druge strane, ne isključujemo mogućnost kako bi u drugoj fazi restrukturiranja Agrokora potencijalne negativne posljedice koji se odnose na gubitke dobavljača Agrokora mogle već u sljedećoj godini ponovo utjecati/umanjiti dobit banaka što bi imalo pozitivan učinak na tekući račun bilance plaćanja.

Ukratko, očekujemo daljnje smanjenje vanjske ranjivosti uz nastavak pada bruto inozemnog duga u relativnom izrazu te višak na tekućem računu platne bilance i petu uzastopnu godinu na razini oko 2,2% BDP-a. Kao negativni rizik navedenim projekcijama vidimo usporavanje gospodarskog rasta glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera (posebice Italije uslijed intenziviranja političke nestabilnosti), ali i nepovoljan utjecaj globalnih trgovinskih tenzija. S druge strane, pozitivni rizici odnose se na iznadočekivani rast prihoda od putovanja (turizma) kao i snažnije povlačenje sredstava iz fondova EU.

Elizabeta Sabolek Resanović

EUR/HRK uz minimalne pomake

- **Niska volatilnost EUR/HRK**
- **Visoka likvidnost i niske kamatne stope**
- **Umjerena inflacija i stabilan tečaj podrška nastavku ekspanzivne politike**

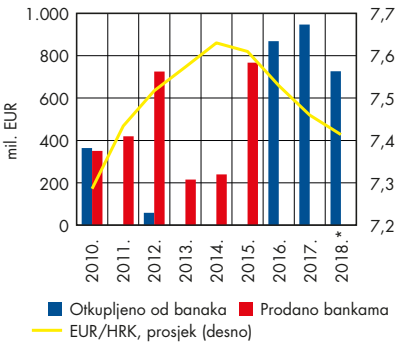
Ljetni mjeseci nisu donijeli uzbuđenja na lokalnom deviznom tržištu. U skladu s očekivanjima tijekom trećeg tromjesečja najniža razina EUR/HRK bila je tek nešto niža od 7,38 kuna za euro, dok je prema tečajnici središnje banke prosječni tečaj kune u odnosu na euro bio najniži od 2010. godine. Posljedica je to visoke devizne likvidnosti uz istovremeno snažnu potražnju za domaćom valutom, koja je uobičajena za središnju turističku sezonu. Ipak, kao i u prethodnom dijelu godine volatilnost je ostala minimalna ohrabrujući očekivanja da bi odstupanje od središnjeg prosječnog tečaja EUR/HRK tijekom 2018. moglo biti najniže ili među najnižima od trenutka uvođenja kune kao službene valute plaćanja.

Kuna svakako podršku pronalazi u postojanoj ponudi deviza koja se vidi i kroz visoki rast neto inozemne imovine banaka. S približavanjem kraja godine devizni priljevi mogli bi oslabjeti, a uz jačanje uvozne aktivnosti blago će jačati i potražnja za devizama. Ne isključujemo mogućnost i kupovine eura od strane središnje banke s ciljem povlačenja dijela eurske likvidnosti s tržišta čime bi se podigla i razina deviznih pričuva središnje banke. U tom slučaju izglednim smatramo i približavanje projiciranoj razini od 7,50 kuna za euro.

U suprotnom potražnja za kunama će i dalje biti razmjerno visoka ublažavajući uobičajeno slabljenje domaće valute spram eura prema kraju godine. Kuna, naime podršku pronalazi u nastavku rasta izvoza roba, jačanju turističke aktivnosti i kroz zimske mjesece (advent), ali manjim dijelom i deviznim priljevima doznaka iz inozemstva.

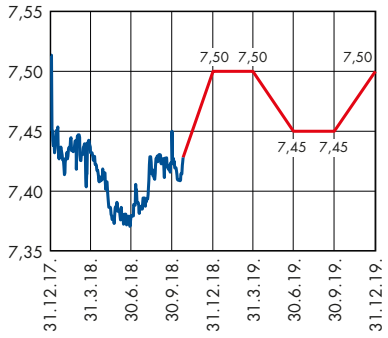
Tijekom 2019. godine očekujemo slična kretanja tečaja kune u odnosu na euro s uobičajenim sezonskim oscilacijama koje bi kao i tijekom 2017. trebale biti manje izražene u usporedbi s prethodnim godinama. U slučaju nastavka iznadpotencijalne stope rasta gospodarstva temeljenih na turizmu i potrošnji, a

Devizne intervencije HNB-a i srednji tečaj EUR/HRK



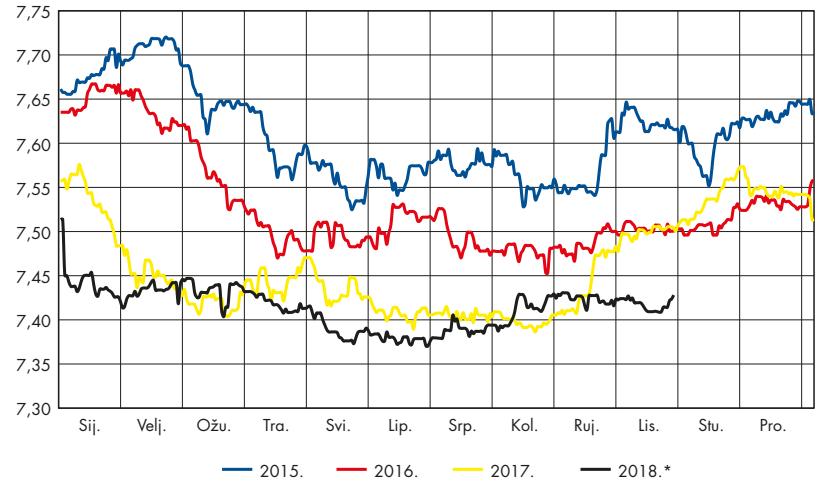
**do 25. listopada 2018.*
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

EUR/HRK, srednji tečaj HNB-a



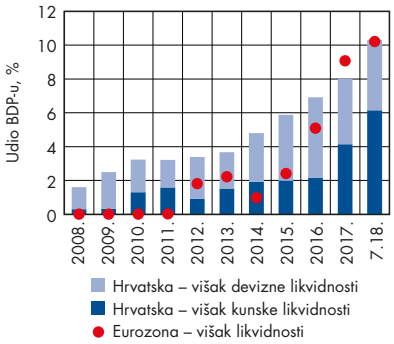
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

EUR/HRK srednji tečaj*



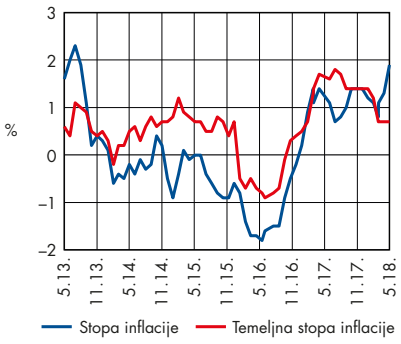
** do 25.listopada 2018.*
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio viška likvidnosti u BDP-u



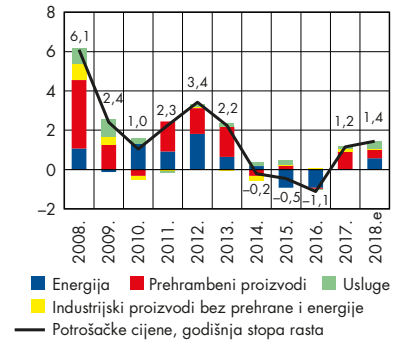
Izvori: ESB, Eurostat, HNB, DZS

Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: DZS, HNB, Raiffeisen istraživanja

Godišnje stope inflacije i doprinosi komponenata inflaciji potrošačkih cijena u Hrvatskoj



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

uz jačanje investicijske aktivnosti, trenutne prognoze mogle bi biti izložene riziku jačanja kune u odnosu na euro.

Očekujemo da će i tijekom 2019. središnja banka ostati u potpunosti predana politici stabilnog tečaja. Stoga bi, u slučaju pritisaka na tečaj i pojačanih volatilnosti, HNB zasigurno intervenirao na deviznom tržištu. Pri tome su izglednije intervencije na strani kupnje eura. Posljedično treba očekivati i nastavak rasta deviznih pričuva Republike Hrvatske. One su krajem lipnja 2018. godine dosegnule povijesno najvišu razinu od preko 16,5 mlrd. eura.

Nakon što su ljetni mjeseci donijeli blago jačanje inflatornih pritisaka pogurnuvši prosječni rast potrošačkih cijena iznad 2 posto, od rujna bi se prosječan rast potrošačkih cijena trebao vratiti na razine oko ili ispod 1,5% zbog razmjerno visoke baze.

Rast potrošačkih cijena u 2018. prvenstveno je potaknut cijenama energije te hrane. Temeljna inflacija (koja isključuje cijene poljoprivrednih proizvoda i administrativno regulirane cijene) ostat će tijekom 2018. ispod 1% godišnje. Očito, i usprkos povećanoj potražnji, pritisci na strani potražnje ostali su potisnuti, ali ne treba isključiti njihovo jačanje u posljednjem tromjesečju i tijekom 2019. Glavni pritisci na rast cijena dolazit će i dalje od cijena energije i prehrane koji su prvenstveno određeni kretanjima na globalnim robnim tržištima.

Primjena smanjene stope PDV-a od 13% (od siječnja 2019.) za niz proizvoda mogla bi dijelom neutralizirati potencijalne inflatorne pritiske. Što se tiče ponude, ona će ostati osjetljiva na cijene energije koje su široko ovisne o globalnim cijenama roba.

Zaključno, prosječna inflacija će ostati skromna tijekom 2018.i 2019. (1,4% odnosno 2% na godišnjoj razini) te zajedno sa stabilnošću tečaja kune u odnosu na euro omogućavati nastavak ekspanzivne monetarne politike produljujući razdoblje visoke likvidnosti i niskih kamatnih stopa.

Zrinka Živković Matijević

Kamatne stope na tržištu novca, ZIBOR

	IV. 18.	I.19.	II.19.	III.19.	IV.19.
1–mj.	0,45	0,45	0,50	0,55	0,60
3–mj.	0,50	0,50	0,50	0,60	0,65
6–mj.	0,50	0,50	0,60	0,65	0,75
9–mj.	0,50	0,50	0,60	0,65	0,85
12–mj.	0,55	0,60	0,60	0,70	0,90

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rast prihoda uz obuzdavanje rashoda

- **Suficit opće države u prvoj polovici godine**
- **S&P poboljšao izglede Hrvatske na pozitivne**

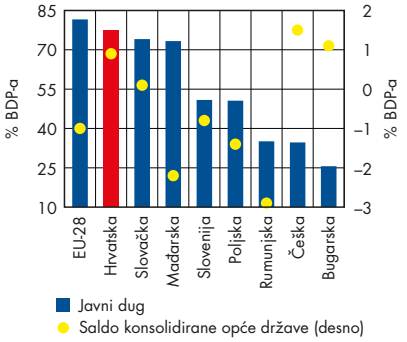
I dok je "Listopadskom notifikacijom" o prekomjerenome proračunskome manjku i razini duga opće države potvrđen prvi proračunski višak u 2017. godini (revidiran na 0,9% BDP-a) fiskalna kretanja u prvom polugodištu 2018. nastavljena su u istom tonu. Uz zadržavanje razboritog stava u provođenju fiskalne politike, rast utemeljen na potrošnji pogodovao je prihodnoj strani proračuna što je uz obuzdavanje rashoda rezultiralo viškom konsolidirane opće države od 1,8 mlrd. kuna. Pri tome su prihodi od poreza na dodanu vrijednost koji u ukupnim prihodima sudjeluju s oko 27% dosegnuli 22,5 mlrd. kuna zabilježivši rast od 4,9% u odnosu na prvo polugodište 2017. Usporedno, rashodi za kamate koji su na kraju lipnja iznosili gotovo 5 mlrd. kuna smanjeni su za 7,9% u odnosu na isto razdoblje 2017.

Iako ovakva fiskalna kretanja upućuju na pozitivan rizik odnosno kako bi planirani deficit opće države od 0,5% BDP-a u ovoj godini mogao biti i niži, negativan rizik proizlazi iz novonastalih okolnosti vezanih za Uljanik Grupu. Naime, u ovom polugodištu mogu se očekivati povećani izdatci na jamstvenoj pričuvi kao rezultat plaćanja obveza po protestiranim jamstvima od strane naručitelja i financijskih institucija za uplaćene avanse i obveze po kreditima, za koje je Hrvatska izdala jamstva, a u svrhu izgradnje brodova koje Uljanik Grupa neće biti u mogućnosti isporučiti. Prema službenim informacijama ukupna izloženost RH po glavnici prema Uljanik Grupi iznosi 4,3 mlrd kuna (oko 1% BDP-a) pri čemu se do kraja 2018. godine očekuju minimalna plaćanja u iznosu od 2,3 mlrd. kuna uvećano za kamate i naknade. Navedeni iznos mogao bi se dodatno uvećati u slučaju daljnjih otkazivanja brodova. Takav scenarij doveo bi do jednokratnog povećanja kapitalnog transfera na strani rashoda proračuna, što bi dovelo do pogoršanja salda općeg proračuna i time umanjilo fiskalni prostor za druge mjere koje se financiraju iz državnog proračuna, a ujedno utjecalo i na kretanje javnog duga.

Međutim, čak i u takvom scenariju, kretanja proračunskog salda će ostati relativno povoljna što će uz nastavak projiciranog gospodarskog rasta omogućiti daljnji pad omjera javnog duga u BDP-u. Uz sporo i nedostatno provođenje reformi, ohrabrujuće fiskalne projekcije uvelike su uvjetovane i povoljnim ekonomskim uvjetima u EU. Činjenica da je rast potrošnje nastavljen i u trećem tromjesečju (podržan i središnjim dijelom turističke sezone) što će se povoljno odraziti na priljeve od PDV–a. Istovremeno Vlada je već zatvorila potrebe za (re)financiranjem u 2018. Pri tome je dodatno poboljšan profil javnog duga produljenjem dospijeća, ali i smanjenjem rashoda za kamate. Navedeno potvrđuje napredak u upravljanju javnim dugom, ali je i posljedica povoljnog tržišnog okruženja kojeg karakteriziraju povijesno niske razine kamatnih stopa.

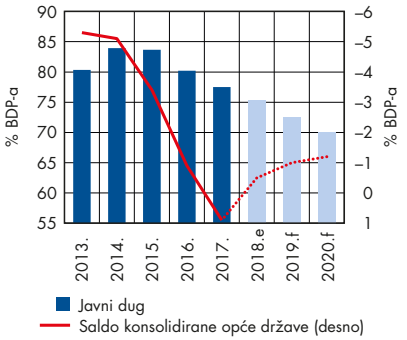
Porezna reforma koja je započela krajem 2016. svoj nastavak dobiva početkom 2019. godine za kada su najavljene nove promjene u poreznom sustavu. U skladu s očekivanjima, najznačajnije promjene trebale bi se dogoditi u poreznim prihodima gdje se smanjivanje poreza na dohodak i/ili smanjenje doprinosa čini ekonomski razumnijim, s pozitivnim učinkom na ravnotežu proračuna kroz

Konsolidirana opća država 2017. (ESA 2010)



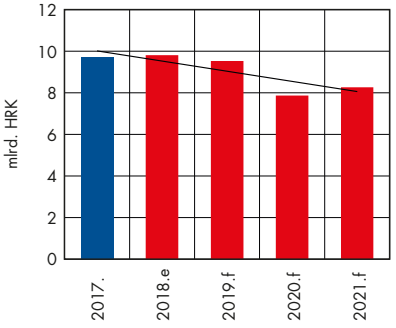
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



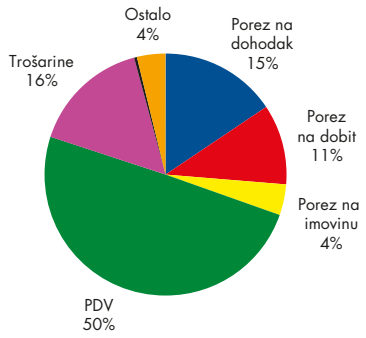
Izvori: Eurostat, DZS, Raiffeisen istraživanja

Financijski rashodi*



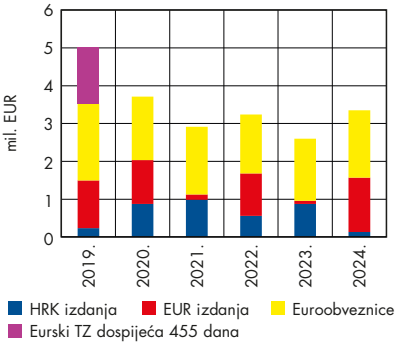
** središnji proračun, uključuje kamate za izdane vrijednosne papire, kamate za primljene zajmove i ostale financ. rashode*
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Struktura prihoda konsolidirane opće države I.–VI. 2018.



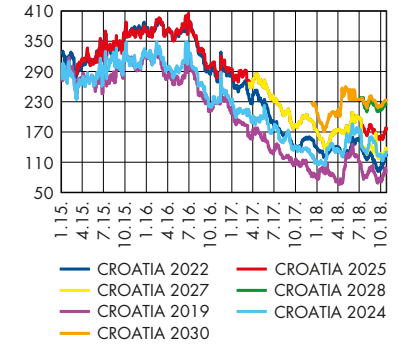
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Dospijeća državnog duga po izdanim obveznicama



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Spreadovi na euroobveznice*



** u baznim bodovima*
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

povećanje raspoloživog dohotka, potrošnje i konačno rasta priljeva proračuna (PDV i trošarine). Općenito, prijedlog ovog kruga poreznih izmjena uključuje smanjenje naknada koje poslodavci plaćaju za otprilike 0,7pb, dok je proširena i porezna osnovica za nižu stopu poreza na dobit od 24% (do 30 tis. kuna), što će svakako favorizirati raspoloživi dohodak zaposlenika s relativno višim neto plaćama. Daljnje promjene odnose se na smanjenje stope poreza na promet nekretninama (s 4% na 3%) te primjena niže (prefercijalne) stope PDV-a od 13% na veći broj proizvoda. Iako je Vlada najavila i smanjene opće stope PDV-a od 1. siječnja 2020. (na 24%) ovdje treba ostati oprezan uzimajući u obzir projicirano usporavanje gospodarske aktivnosti uz zadržavanje rashodne strane proračuna nepromijenjenom. Naime, budući da se polovica poreznih prihoda opće države odnosi na prihode od PDV-a, u uvjetima izostanka ozbiljnijih reformskih zahvata, ostaje nepoznanica na koji način Vlada namjerava nadomjestiti smanjene priljeve. Promatrajući u cjelini, čini se kako su nove porezne mjere samo fina prilagodba unutar postojećeg sustava dok su ozbiljniji reformski potezi ponovo izostali. Naime, unatoč daljnjem blagom smanjenju poreznog opterećenja, usred ogromnih potreba korisnika proračuna, jasno je da je prostor za daljnje smanjenje na prihodnoj strani poprilično ograničen. Kako bi se osigurao snažniji i održiv rast ostaje nužnost potrebe za rješenjem racionalizacije i učinkovitosti proračunske potrošnje.

Nadalje, još jedna od najavljenih reformi koja bi trebala stupiti na snagu početkom sljedeće godine odnosi se na onu mirovinsku, uslijed upitne održivosti samog mirovinskog sustava. Reforma mirovinskog sustava nužna je za prilagodbu promjenama na tržištu rada (iseljavanje stanovništva u najproduktivnijoj radnoj dobi), ekonomskim i demografskim trendovima. Prijedlog izmjena mirovinskog sustava uključuje šest zakona unutar kojih će Vlada, između ostalog, pokušati razriješiti problem neusklađenosti između broja umirovljenika i broja zaposlenih destimuliranjem prijevremenog odlaska u mirovinu i produljenjem radnog vijeka do 67 godina za žene i muškarce (od 2038. godine).

Pozitivni fiskalni pomaci prepoznati su i "nagrađeni" i od strane kreditne agencije S&P koja je sredinom rujna poboljšala izglede Hrvatske u pozitivne te potvrdila kreditni rejting na razini BB+ zahvaljujući očekivanjima kako će se fiskalna i gospodarska slika Hrvatske nastaviti poboljšavati, a vanjska ranjivost smanjivati. Ovim korakom S&P je izjednačio rejting i izglede s agencijom Fitch dok Moody's još uvijek drži rejting Hrvatske na dvije razine ispod investicijskog uz stabilne izglede. U godini pred nama, uz nastavak fiskalne discipline, smanjenje vanjske ranjivosti te daljnji gospodarski rast ne isključujemo mogućnost povratka Hrvatske u investicijski razred kojeg je izgubila još u prosincu 2012.

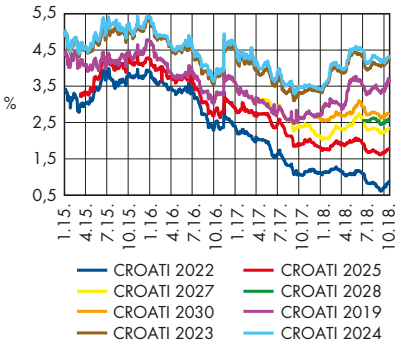
Prema najavama iz Ministarstva financija, Vlada se okrenula pripremama za zaduživanje u 2019. godini budući da u studenom, na naplatu pristiže dolarska euroobveznica (1,5 mlrd. dolara) te domaća obveznica uz valutnu klauzulu (1 mlrd. eura). Obzirom kako se prvo podizanje referentnih kamatnih stopa u euro području očekuje u drugom dijelu godine aktivnosti na europskom primarnom tržištu mogle bi biti osobito izražene u prvom dijelu 2019. Uz povoljne uvjete na inozemnim tržištima kapitala očekuje se dodatno poboljšanje strukture javnog duga posebice niži trošak kamata kao dodatni doprinos fiskalnoj konsolidaciji. Naime, prema Smjernicama ekonomske i fiskalne politike za razdoblje od 2019. do 2021. godine, Vlada procjenjuje da bi udjel javnog duga u BDP-u

trebao u 2019. pasti na 71,5 posto, s ove godine projiciranih 74,5 posto. U 2020. bi trebao pasti na 68,5, a godinu dana kasnije na 65,4 posto. Naša očekivanja su nešto skromnija, te očekujemo udjel javnog duga u BDP-u na razini od 72,5% u godini pred nama, te 70,1% u 2020. godini. Prije navedenih dospijeća obveznica, već početkom veljače sljedeće godine dospijeva veliki trezorski zapis (1,5 mlrd. eura). Iz Vlade je najavljeno kako s financijskom zajednicom već razgovara o njegovom zanavljanju, najvjerojatnije putem istog instrumenta.

Na sekundarnom tržištu obveznica lokalna izdanja od početka drugog polugodišta zabilježila su 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 će i u narednim tromjesečjima monetarna politika ostati ekspanzivna što će kamatne stope na tržištu novca i kratkoročne kamatne stope zadržavati na povijesnim minimumima treba biti na oprezu kada se radi o dugoročnim prinosima. U osnovnom scenariju ne očekujemo rast prinosa ili širenje spreadova budući da značajna poboljšanja fiskalne metrike, plitko tržište i konstantna potražnja za kunskim papirima podržavaju cijene lokalnih izdanja. Međutim, negativni razvoj makroekonomske situacije ili/i pogoršanje kreditnog rejtinga RH imali bi nepovoljan učinak na kretanje prinosa na duljem kraju lokalne krivulje prinosa. Kada govorimo o hrvatskim međunarodnim izdanjima, ona nastavljaju pratiti sentiment i kretanja na međunarodnim tržištima i tržištima SIE regije uz trend rasta prinosa koji je započeo sredinom rujna. Sličan obrazac kretanja očekujemo i do kraja godine.

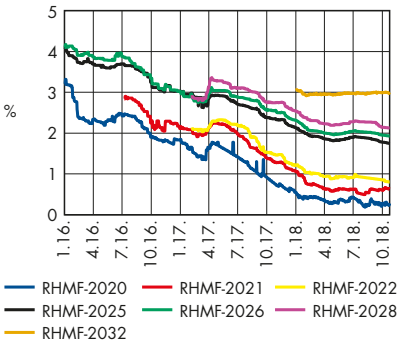
Eizabeta Sabolek Resanović

Prinosi na euroobveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na kunska izdanja



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Državne obveznice na domaćem tržištu

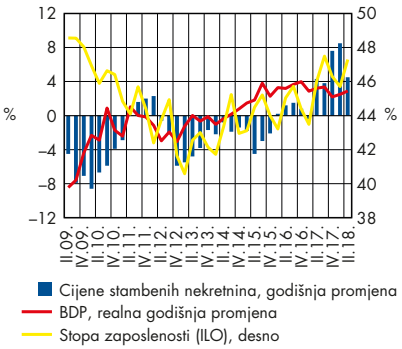
Obveznica	Valuta	Iznos izdanja	Dospijeće	Kupon (%)	Prinos do dospijeća Ask (%)	Spread prema njemačkim obveznicama	Spread prema EUROSWAP-u	Prinos do dospijeća Ask (%)	Prinos do dospijeća Ask (%)	Prinos do dospijeća Ask (%)
		(mil.)			26.10.18.	26.10.18.	26.10.18.	31.12.17.	30.6.17.	31.12.16.
RHMF-O-19BA	EUR*	1.000	29.11.19.	5,375	–0,14	68	31	0,89	0,89	1,05
RHMF-O-203E	EUR*	1.000	5.3.20.	6,500	–0,10	70	30	0,86	0,96	1,18
RHMF-O-227E	EUR*	1.000	22.7.22.	6,500	0,36	97	42	1,20	1,78	2,41
RHMF-O-247E	EUR*	1.400	10.7.24.	5,750	1,25	152	30	1,83	2,48	2,73
RHMF-O-327-A	EUR*	3.000	7.7.32.	3,250	2,90	97	31	2,90	–	–
RHMF-O-203A	HRK	5.000	5.3.20.	6,750	0,11	–	–	0,32	1,07	1,57
RHMF-O-217A	HRK	6.000	8.7.21.	2,750	0,47	–	–	0,88	1,76	2,00
RHMF-O-222-A	HRK	3.000	7.2.22.	2,250	0,62	–	–	1,04	1,95	–
RHMF-O-23B-A	HRK	11.300	27.11.23.	1,750	1,05	–	–	1,63	1,63	
RHMF-O-257A	HRK	6.000	9.7.25.	4,500	1,63	–	–	2,01	2,74	2,91
RHMF-O-26CA	HRK	10.000	14.12.26.	4,250	1,83	–	–	2,21	2,96	2,91
RHMF-O-282-A	HRK	5.500	7.2.28.	2,875	2,03	–	–	2,41	–	–
RHMF-O-297-A	HRK	5.000	9.7.29.	2,375	2,39	–	–	–	–	–

** valutna klauzula; u trgovini, kamate i glavnica se isplaćuju u kunama prema srednjem tečaju HNB na dan trgovanja*
Izvori: Ministarstvo financija, Zagrebačka burza, Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rast cijena stambenih nekretnina

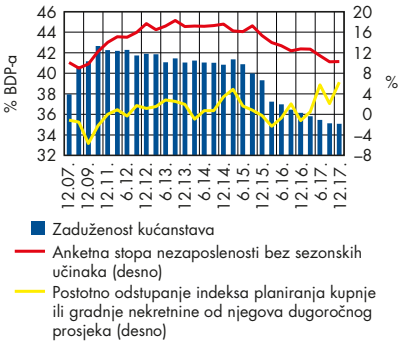
- **Visoka segmentiranost uz skromnu likvidnost**
- **Grad Zagreb i Jadran predvodnici rasta**
- **Očekivano usporavanje rasta cijena u 2019.**

Cijene stambenih nekretnina u odnosu na BDP i zaposlenost



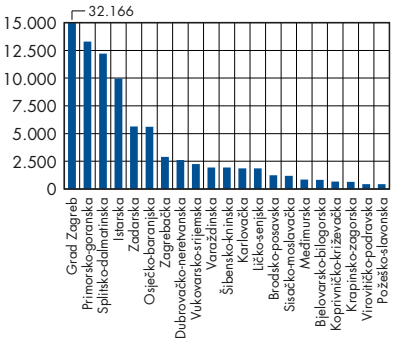
Izvori: DZS, HNB, Raiffesien istraživanja

Pokazatelji zaduženosti



Izvori: HNB, Raiffesien istraživanja

Broj prodanih stanova po županijama (2012.–2017.)



Izvori: EIZ, MGIPU, Raiffesien istraživanja

Stambeno tržište u Hrvatskoj karakteriziraju visoka segmentiranost te skromna likvidnost. Ključni čimbenici koji utječu na cijene stambenih nekretnina su lokacija i kvaliteta nekretnina što pridonosi značajnim razlikama u cijenama između gradova, županija, ali i unutar samih mikrolokacija. Likvidnost tržišta nekretnina, s druge strane, ovisi o nizu čimbenika iz gospodarstva.

Zaustavljanju negativnih trendova na tržištu stambenih nekretnina pozitivno su doprinijeli makroekonomski pokazatelji poput nastavka rasta BDP-a, pada nezaposlenosti, niskih troškova (re)financiranja te rasta realnih i nominalnih neto i bruto plaća (raspoloživog dohotka). Isto tako, dio kućanstava usmjerava višak financijskih sredstava u kupnju nekretnina (s ciljem iznajmljivanja i povećanja prihoda po toj osnovi) usljed niskih kamatnih stopa na štednju ali i nesklonost ulaganjima u druge alternativne financijske instrumente. Istovremeno, snažnije dinamiziranje tržišta stambenih nekretnina ograničavaju izrazito negativni migracijski trendovi odnosno pojačan odljev mladog radno sposobnog stanovništva i njihovih obitelji koji u pravilu najvećim dijelom i ulažu u kupnju stambenog prostora.

Indikativni podaci DZS-a[1] ukazuju da nakon što je u 2014. godini zabilježen zamjetan godišnji rast broja prodanih novih stanova (za više od 20%), snažno potpomognut učinkom niske baze, u 2015. je zabilježen njihov povijesno najviši pad na godišnjoj razini za preko 30%. Tako je, u 2015. prodano svega 1.672 novih stanova što je najniža razina od 2003. godine. Niti poboljšani uvjeti financijske dostupnosti nekretnina u promatranim godinama nisu uspjeli snažnije potaknuti potražnju za stambenim nekretninama. Iako je u posljednje dvije godine zabilježen oporavak prodaje novih stanova indikativni podaci DZS-a o broju prodanih novih stanova ukazuju da je razina prodaje još uvijek na oko 20% nižim razinama u odnosu na pretkriznu 2008. Ovaj podatak još jednom potvrđuje značajno smanjenu likvidnost na tržištu stambenih nekretnina koja je prisutna još od pretkrizne 2008. godine, a obilježena je razmjerno većom ponudom koja nadmašuje potražnju.

Po prvi puta javno objavljeni službeni podaci iz kupoprodajnih transakcija evidentiranih u Poreznoj upravi za razdoblje od 2012. do 2017. upućuju na zamjetan rast prodaje u 2016. dok je u 2017. ona bila na nešto nižim razinama. Ipak prilikom interpretacije podataka treba biti oprezan budući da podaci za 2017. vjerovatno nisu cjeloviti. Prema istom izvoru predvodnik u broju prodanih stanova u razdoblju od 2012.–2017. je Grad Zagreb koji s ukupno prodanih više od 32 tisuće stanova uvjerljivo drži prvo mjesto. U odnosu na drugu županiju po prodanim stanovima, Primorsko-goransku, Grad Zagreb ima 58% više prodanih stanova i u ukupnom broju prodanih stanova čini udio od 32%.

Prema istom izvoru, po visini medijalne cijene stanova, prvih osam mjesta zauzima Grad Zagreb i svih sedam jadranskih županija. Velike razlike u visinama

1 Radi o ograničenom obuhvatu pravnih osoba/trgovačkih društava koji se bave prodajom novih stanova te podaci o broju i površini stanova ne iskazuju obujam prodaje svih novih stanova u izvještajnom razdoblju

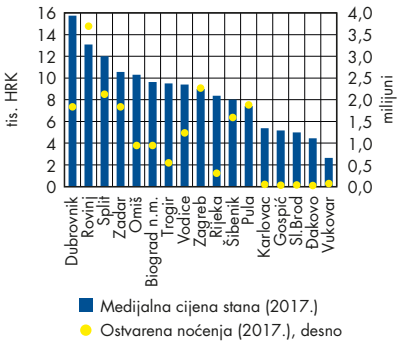
cijena između "vodećih" i ostalih županija jasno ocrtava podatak da je cijena stambenog prostora u Dubrovačko-neretvanskoj županiji na oko 80% višim razinama u odnosu na posljednju Vukovarsko-srijemsku županiju. Visinu cijena stambenih nekretnina i njihov rast u jadranskim županijama podržava i pozitivna korelacija između ostvarenih broja noćenja i medijalne cijene stanova na turističkim područjima. Tako su najniže cijene zabilježene u gradovima i mjestima s najmanjim brojem ostvarenih noćenja dok najviše cijene bilježe turistički najatraktivnija područja.

Rast cijena stambenih nekretnina potvrđuju i podaci HNB-a. Prema podacima o kretanju Indeksa cijena stambenih nekretnina nakon višegodišnje kontrakcije, 2016. godina je donijela preokret i prvi blagi rast prosječnih cijena stanova (0,9%) koji se nastavio i u 2017. Štoviše stopa rasta ubrzala se u posljednjem tromjesečju na 7,8% pa je 2017. zaključena uz prosječni godišnji rast cijena od 3,8%. Pri tome je godišnji rast prvenstveno podržan rastom cijena postojećih stambenih objekata (4,6%) dok su oni novi nastavili s negativnim godišnjim stopama rasta (–0,1%). Rast cijena, promatrano u prosjeku, zabilježen je i u Gradu Zagrebu (4,3%), Jadranu (4,4%) te na ostalim područjima (0,6%). Isti trend je nastavljen i u ovoj godini te je prema posljednje dostupnim podacima za drugo tromjesečje zabilježen rast cijena stambenih nekretnina za 4,5% godišnje. Zamjetan rast na godišnjoj razini zabilježen je u Gradu Zagrebu (11,5%) dok je na Jadranu zabilježeno usporavanje rasta cijena koje je iznosilo 2,6% (u prvom tromjesečju 8,1%). U ostalim dijelovima Hrvatske zabilježen je pad (–2%) čemu je pridonio nastavak pada cijena u odnosu na tromjesečje ranije (–0,6%).

Kod analize kretanja cijena stambenih nekretnina važno je napomenuti da tržište nekretnina ostaje visoko segmentirano. Unatoč kumulativnim pokazateljima cijene na tržištu i dalje su visokodiferencirane. Naime, nekretnine privlačne lokacije te visoke kvalitete gradnje uobičajeno nisu pod značajnijim utjecajem promjena na tržištu. Ipak prosječni godišnji rast cijena stambenih nekretnina peto tromjesečje za redom (prema ICSN-u) može biti dobar indikator oporavka cijena nekretnina koje su još uvijek na oko 15% nižim razinama u odnosu na 2008. S obzirom na očekivani nastavak rasta gospodarstva uz pozitivne pomake na tržištu rada i u ovoj, ali i idućoj godini možemo očekivati nastavak pritisaka na rast cijena stambenih nekretnina. Međutim, nakon ubrzanja rasta cijena nekretnina u ovoj godini očekujemo da bi u narednim godinama cijene stambenih nekretnina mogle usporiti s rastom. Pri tome će pozitivan doprinos dolaziti od povoljnih kretanja na tržištu rada (očekivani rast zaposlenosti i plaća) ali i nastavka realizacije programa državnog subvencioniranja. Isto tako, poticaj rastu cijena neće biti jednoznačan nego će, kao i do sada, tržište obilježavati visoka segmentiranost te različiti intenzitet i rasprostranjenost rasta cijena. Dodatni pozitivan doprinos rastu mogao bi doći uslijed prelijevanja mogućih viših troškova izgradnje na konačnu cijenu metra kvadratnog stambene jedinice. Naime, sve veći nedostatak kvalificirane radne snage stvarat će pritiske na rast plaća, ali bi se i potencijalni rast cijena sirovina i energenata u uvjetima nešto snažnije potražnje mogao preliti na krajnjeg kupca nekretnine.

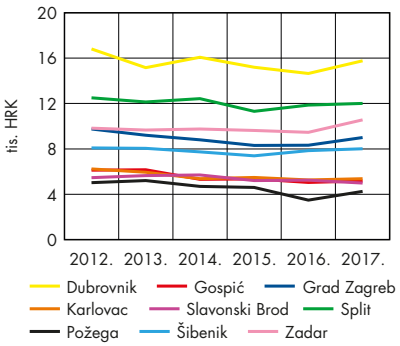
Marijana Cigić

Medijalna cijena stana u odnosu na ostvareni broj noćenja



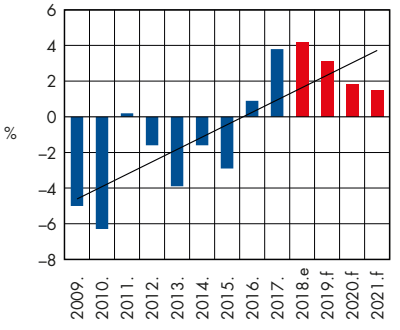
Izvori: EIZ, MGIPU, DZS, Raiffesien istraživanja

Medijalna postignuta cijena stanova po gradovima



Izvori: EIZ, MGIPU, DZS, Raiffesien istraživanja

Cijene stambenih nekretnina, godišnja promjena

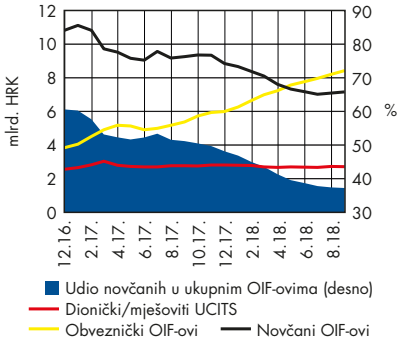


Izvori: HNB, Raiffesien istraživanja

Višak likvidnosti u sustavu potiče kreditiranje

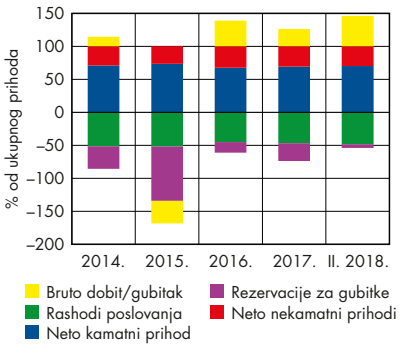
- **Potraga za prinosima smanjuje averziju prema rizicima**
- **Nova eskalacija problema u brodogradnji nije značajna prijetnja poslovanju banaka**
- **Rastuća dobit u bankarskom sektoru**

Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina



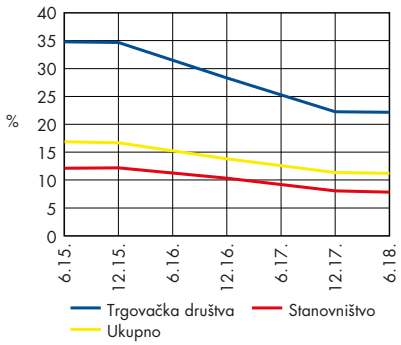
Izvori: HANFA, Raiffeisen istraživanja

Struktura rezultata poslovanja banaka



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim (NPL ratio), na kraju razdoblja



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

U srpnju je nagodbom vjerovnika s koncernom Agrokor otklonjena opasnost od širenja negativnih utjecaja u gospodarstvu, a već u kolovozu se otvorila nova kriza u sektoru brodogradnje. No, za razliku od duga Agrokora, koji se u značajnoj mjeri financirao kreditima domaćih banaka i podređenih društava za faktoring i leasing, financiranje brodogradnje zasniva se na državnim garancijama. U slučaju nemogućnosti naplate, pozivom na plaćanje po garancijama problemi u poslovanju brodogradilišta prenose se s banaka-kreditora na proračun. No, bez obzira na slijed promjena u brodogradilištima Uljanik i 3. maj, izgledan je pad aktivnosti u brodogradnji i kod poduzeća-kooperanata, te pogoršanje kreditne sposobnosti zaposlenika u brodogradilištima i kod kooperanata. Time će se kriza u brodogradnji posredno prenijeti na poslovanje banaka i ostalih financijskih institucija, no ti će se utjecaji većinom zadržati na regionalnoj razini, odnosno u financijskim institucijama kod kojih plasmani potencijalno pogođenim klijentima imaju značajan ponder.

U kolovozu je prema transakcijama ostvarena godišnja stopa rasta kredita u segmentu stanovništva od 6,0%, a kod poduzeća 2,6%. S druge strane nastavljen je rast ukupnih depozita na razini iznad 5% godišnje, pa je višak likvidnosti u sustavu porastao unatoč ostvarenom jačanju kreditne aktivnosti. Sezonski učinak središnje turističke sezone pogodovao je rastu depozita u bankama. U uvjetima povijesno niskih kamatnih stopa alternativna ulaganja gube atraktivnost. Prinosi novčanih fondova svedeni su na nultu razinu, a averzija prema ulaganjima u dionice na domaćem tržištu pojačana je nakon gubitaka investitora ostvarenih na udjelima u društvima iz sastava koncerna Agrokor. Zato potencijalni investitori imovinu većinom zadržavaju u bankama. Zbog smanjene atraktivnosti oročenih depozita povećano je učešće depozita po viđenju koji su u kolovozu dosegli razinu od 55% od ukupnih depozita, s izglednim nastavkom tendencije rasta i u slijedećoj godini. Posljedično, banke nastoje plasmanom viška likvidnosti održati razinu neto kamatnih prihoda. Budući da su se kamatne stope na depozite u ponudi banaka približile nultoj razini prostor za prilagodbu na strani izvora financiranja je iskorišten pa preostaje prilagodba na strani kamatnih stopa na kredite. U prethodnom razdoblju kamatne stope na strani kredita smanjivale su se sporijim tempom od kamatnih stopa na depozite zbog pojačanog kreditiranja iznadprosječno rizičnih klijenata kod kojih banke ostvaruju višu kamatnu maržu. No, i taj je prostor za prilagodbu većinom iscrpljen pa je pred nama izgledno razdoblje smanjivanja kamatne marže uslijed pada kamatnih stopa na nove kredite uz stagnaciju kamatnih stopa na depozite. Pad kamatnih stopa na kredite povoljno utječe na opterećenje zajmoprimaca troškovima kamata, a time i na naplatu kredita. U dužem roku, nakon normalizacije kamatnih stopa na tržištu trebali bi se povećati i problemi u naplati, ali u kraćem se roku iskazuju samo pozitivni učinci na kvalitetu portfelja, a time i na profitabilnost poslovanja banaka. Unatoč širenju kreditne aktivnosti banaka na klijente s višim stupnjem rizičnosti, učešće neprihodujućih kredita u ukupnim nastavlja se smanjivati s izglednim padom ispod razine od 10% u razdoblju od slijedećih dvanaest mjeseci.

Anton Starčević

Zamjetan rast cijena sirove nafte

- **Aktivacija sankcija Iranu u fokusu**
- **Smanjenje izvoza iz Perzijskog zaljeva, nestabilna libijska proizvodnja i znatno smanjena proizvodnja u Venezueli**

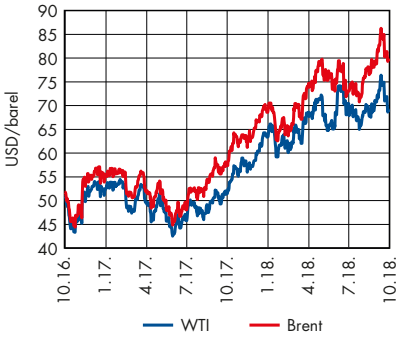
Treće tromjesečje 2018. donijelo je razmjeno snažan godišnji rast cijena sirove nafte na globalnim tržištima, prosečno za oko 45%. Krajem rujna cijena sirove nafte tipa WTI (referentna za američko tržište) dosegla je 73,3 dolara po barelu dok je cijena sirove nafte tipa Brent (referentna za europsko tržište) premašila 82,7 dolara po barelu. Istovremeno razlika između referentnih cijena za američko i europsko tržište (WTI i Brent) proširila se s manje od 4 dolara po barelu na 6,3 dolara po barelu. U prvih devet ovogodišnjih mjeseci u odnosu na isto razdoblje lani cijene sirove nafte bile su na oko 35% višim razinama. Promatrano razdoblje obilježila je i volatilnost cijena na tržištu. Naime, na samom početku trećeg tromjesečja popustili su pritisci na rast cijena s obzirom da je krajem lipnja održan sastanak OPEC-a s 10 pridruženih zemalja ("OPEC+") o povećanju proizvodnih kvota (+1 mil. barela dnevno). Irak, kao drugi najveći proizvođač OPEC-a, tijekom srpnja i kolovoza pojačavao je svoju proizvodnju dosegnuvši na mjesečnoj razini povijesno najviše razine (3,7 milijuna barela dnevno). Smanjenju uzlaznih pritisaka na cijene sirove nafte sredinom trećeg tromjesečja pridonijela je i rastuća libijska proizvodnja. Međutim, "predah" je bio kratkog vijeka. Napadi na tankere Saudijske Arabije od strane jemenskih pobunjenika u Bab el-Mandebskom tjesnacu koji je jedan je od vodećih svjetskih plovnih putova za sirovu naftu i druge naftne derivate, nakratko su uzrokovali rast cijene nafte krajem srpnja.

S približavanjem 4. studenog 2018. odnosno početka primjene američkih sankcija na izvoz iranske nafte raste nervoza na tržištu. Sankcije bi mogle smanjiti izvoz iz Perzijskog zaljeva za čak milijun barela dnevno te dovesti do značajnog nedostatka ponude na tržištu. Rizik smanjene ponude na tržištu podržava nestabilna libijska proizvodnja i znatno smanjena proizvodnja u Nigeriji i Venezueli koja je na godišnjoj razini niža za čak 46%. Naposljetku negativan rizik predstavlja i intenziviranje sukoba na jugu Iraka koji bi mogli smanjiti iračku proizvodnju. S druge strane američka proizvodnja ostaje ograničena kapacitetima postojećih naftovoda.

Uz sve navedeno i uz očekivani pad zaliha u posljednjem ovogodišnjem tromjesečju cijene sirove nafte bi mogle zabilježiti značajan rast. Rast cijena sirove nafte prema 100 dolara po barelu mogla bi zaustaviti jedino povećana proizvodnja OPEC-a i Rusije. Članice OPEC-a "oglušile" su se na zahtjeve D. Trumpa o povećanju proizvodnje, ali je i američki ministar za energiju Rick Perry po prvi puta odbacio mogućnost korištenja američkih rezervi. Od zemalja članica OPEC-a jedino Saudijska Arabija i Ujedinjeni Arapski Emirati imaju dovoljno kapaciteta za značajno podizanje proizvodnje. U slučaju Saudijske Arabije bi to značilo i nove bušotine što povećava troškove i vrijeme trajanja. Predah od pritisaka na rast cijena trebalo bi donijeti prvo tromjesečje 2019. uslijed sezonski slabije potražnje te moguća eskalacija trgovinskih napetosti između SAD-a i Kine. Olakšanje u srednjoročnom razdoblju mogli bi donijeti dodatni kapaciteti naftovoda u SAD-u omogućavajući tako veću proizvodnju te potencijalno povećanje proizvodnje u Kanadi i Brazilu.

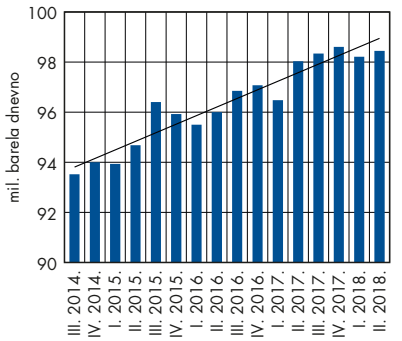
*Marijana Cigić, Hannes Loacker**
**Raiffeisen Bank International*

Cijene sirove nafte (isporuke sljedeći mjesec)



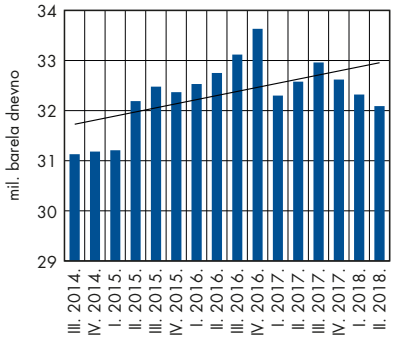
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Svjetska potražnja za sirovom naftom



Izvori: IEA, Raiffeisen istraživanja

Prizvodnja zemalja članica OPEC-a



Izvori: IEA, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja cijena sirove nafte, dalara po barelu

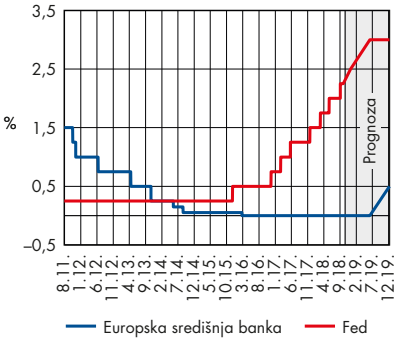
	IV.18.	I.19.	II.19.	III.19.
Brent	80	76	72	69
WTI	71	68	64	62

Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

ESB i FED – dobro poznate smjernice monetarnih politika

- **ESB: prvo podizanje kamatnih stopa – jesen 2019.**
- **FED: sljedeće podizanje kamatne stope – prosinac 2018.**

Referentne kamatne stope središnjih banaka



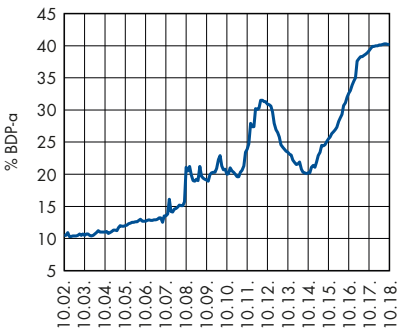
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja kamatnih stopa na novčanom tržištu (%)

Eurozona	IV.18.	II.19.	III.19.	IV.19.
ESB referentna kamatna stopa	0,00	0,00	0,25	0,50
Depozitna stopa	–0,40	–0,40	–0,25	0,00
Euribor 1mj.	–0,40	–0,20	–0,15	0,10
Euribor 3mj.	–0,35	–0,15	–0,05	0,20
Euribor 6mj.	–0,25	–0,10	0,05	0,30
Euribor 12mj.	–0,15	0,10	0,20	0,50
10-god prinos	0,40	0,80	1,00	1,20

Izvor: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Bilanca ESB-a



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

U trećem ovogodišnjem tromjesečju nije bilo odstupanja u već očekivanim potezima vodećih središnjih banaka. Politika ESB-a je definirana uz jasno određene mjere monetarne politike u ovoj i idućoj godini. ESB će referentne kamatne stope zadržati na sadašnjim razinama barem do iza ljeta 2019. ili koliko je potrebno da kretanje inflacije bude održivo prema ciljanoj razini ESB-a. Referentna kamatna stopa zadržana je na 0%, granična stopa na 0,25%, a depozitna na negativnih –0,4%. S obzirom na visoku razinu likvidnosti u bankovnom sustavu depozitna stopa preuzela je ulogu glavne stope refinanciranja te će ostati svojevrsni orijentir i u nadolazećem razdoblju. Naime, glavna stopa refinanciranja (stopa po kojoj banka može posuditi sredstva od ESB-a) neće biti relevantni čimbenik međubankarskog poslovanja već depozitna stopa po kojoj banke mogu položiti svoju izdašnu likvidnost kod ESB-a.

Od početka listopada do kraja 2018. program otkupa obveznica smanjen je s 30 mlrd. eura na 15 mlrd. eura te bi krajem godine trebao biti i zaključen. Međutim, trenutni portfelj obveznica u bilanci ESB-a nastavit će se zanavljati po dospijeću, podržavajući tako razmjerno visoku likvidnost na financijskim tržištima. Posljedično, kamatne stope će ostati razmjerno niske u odnosu na dugoročnu "fer" vrijednost. Isto vrijedi i za dugoročne prinose njemačkih obveznica koji bi unatoč polaganom rastu, zbog oskudnosti ponude i činjenice da ESB zadržava u svom potrfelju više od 30% njemačkih dugoročnih dužničkih vrijednosnica, trebali ostati na razmjeno niskim razinama. ESB pozorno prati kretanja stope inflacije i uzima ih u obzir kod donošenja odluke o povlačenju monetarnih stimulansa. Gospodarski rast je ocijenjen solidnim i široko rasprostranjenim unatoč prisutnim rizicima, dok visoka iskorištenost kapaciteta i snažno tržište rada podržavaju rast cijena. S obzirom na sve navedeno, očekujemo kako će njemački prinosi ostati unutar svog dugogodišnjeg raspona trgovanja do kraja godine dok bi u 2019. trebao započeti trend rasta prinosa.

S druge strane Atlantika, krajem rujna, u skladu s očekivanjima i jednoglasnom odlukom, FOMC je povisio referentni kamatnjak za 0,25pb na raspon između 2,00% – 2,25%. Što se tiče gospodarstva, očekivanja o nastavku povoljnih kretnja ostaju snažna, a rizici kratkoročnih izgleda uravnoteženi. Tako bi prema projekcijama FED-a BDP do 2021. trebao rasti za 1,8% dok bi stopa nezaposlenosti trebala pasti na 3,7%, a stopa inflacije biti na 2%. Osnažena su i očekivanja o još jednom podizanju kamatnjaka u ovoj godini. Štoviše snažno američko gospodarstvo zasigurno će jamčiti nastavak postupnog podizanja referentne stope i u 2019. do razine 2,75% do 3,00% što je razina koju većina članova FOMC-a smatra neutralnom. Čelni čovjek FED-a J. Powel naglasio je i mogućnost da bi kamatna stopa mogla biti podignuta i iznad neutralne razine. Prema našim očekivanjima prinos na 10-godišnje američke državne obveznice trebao bi ostati na razini iznad 3% te nastaviti s uzlaznim trendom prema kraju godine.

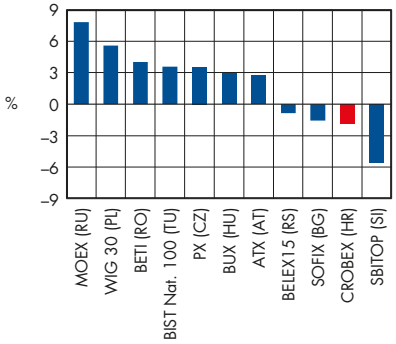
Marijana Cigić, Gottfried Steindl, Jorg Angele**
** Raiffeisen Bank International*

Mirovinski fondovi i sama društva zadržali burzovni indeks od većeg pada

- **Dobri povrati dioničkih tržišta kapitala u regiji SIE**
- **Dionice prehrambenog sektora domaćeg tržišta kapitala jedine ostvarile rast u trećem tromjesečju**
- **U očekivanju dobrih rezultata društava u sektoru prehrambene proizvodnje i turizma te porast dobiti za 2018.**

Većina indeksa SIE tržišta ostvarila je pozitivne povrate u trećem tromjesečju djelomično potaknuta globalnim kretanjima, a djelomično dobrim ekonomski pokazateljima gospodarstava pojedinih zemalja. Tako je indeks ruskog tržišta kapitala u tromjesečju ostvario povrat od 7,8%, a za posljednje tromjesečje očekujemo nastavak istog trenda tako da bi povrat na godišnjoj razini za 2018. mogao dosegnuti razinu od 25%. Očekivani visok rast zarade po dionici za 2018. i velika izloženost rastućim cijenama nafte pokazali su se kao dobitna kombinacija. 54,3% ruskog indeksa MOEX je izloženo sektoru energetike, što je najveća izloženost tom sektoru od svih dioničkih indeksa u regiji.

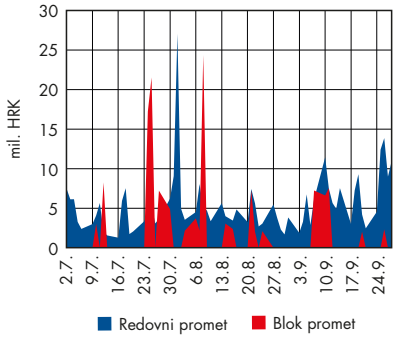
Regionalni indeksi – prinosi*



** u lokalnoj valuti na datum 28.09.2018. (18:30 sati)*
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Likvidnost domaćeg tržišta kapitala se u trećem tromjesečju 2018. povećala pa je ukupni dionički promet veći za 10% s obzirom na prethodno tromjesečje koje je imalo četiri radna dana manje. Prosječni ukupni dionički promet po danu, koji je iznosio 7,6 mil. kuna, veći je za 3% nego u prethodnom tromjesečju kada je iznosio 7,3 mil. kuna po danu. Porast prometa se realizirao kroz porast u blok transakcijama koje su iznosile 2,1 mil. kuna u prosjeku po danu, što je više od prethodnog tromjesečja kada su blok transakcije iznosile 1,4 mil. kuna po danu. Tako se značajan dio zauzimanja pozicija investitora u prošlom tromjesečju vršio preko blok transakcija. Hrvatski Telekom je nastavio sa otkupom vlastitih dionica također putem blok transakcija te je u tromjesečju otkupio ukupno 143,4 tis. dionica koje su činile jednu petinu svih trgovanih dionica u periodu i predstavljaju 0,2% temeljnog kapitala društva.

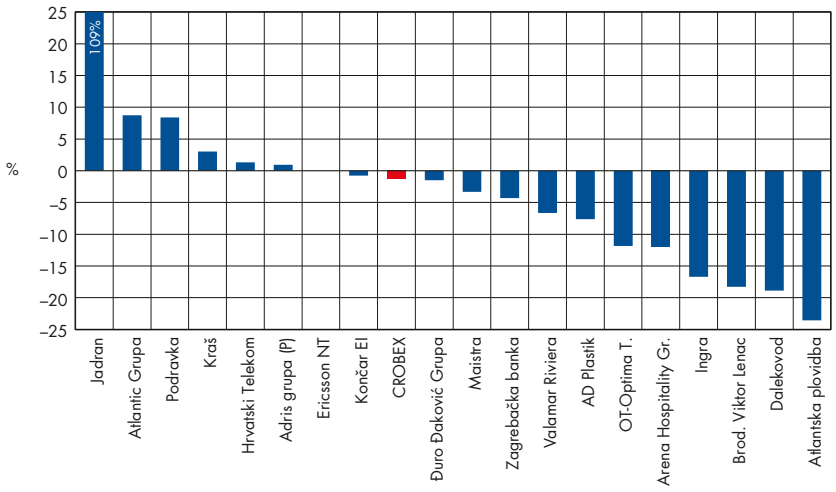
Redovni i blok promet dionicama, dnevno



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

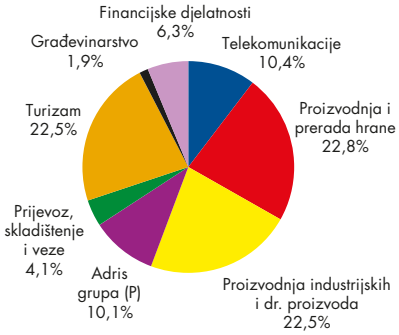
Podravka i Atlantic Grupa su u tromjesečnim financijskim izvješćima u 2018. pokazale dosljednost prezentirane strategije i dobre financijske rezultate što je potaknulo investitore da povećaju svoje pozicije u tim dionica što je rezultiralo rastom njihovih cijena. Atlantic Grupa je nastavila s prodajom operacija koje ne spadaju u osnovnu djelatnost pa su tako u srpnju objavili prodaju kozmetičke tvrtke Neva. Takav strateški potez zajedno sa restrukturiranjem distribucijskog dijela poslovanja su rezultirali s puno efikasnijom kompanijom što su ulagatelji prepoznali te su nastavili sa kupovinom dionice. Kod Podravke rezultati drugog tromjesečja, objavljeni 23. srpnja, također su pokazali solidan nastavak prodaje i porast profitnih marži te su potaknuli daljnji porast cijene dionice. Značajan interes za dionicom Podravke pokazali su mirovinski fondovi koji su već postojeći vlasnici dionice – PBZ CO i Erste. U takvim uvjetima je sav višak ponude te dionice bio zadovoljen potražnjom od strane tih institucionalnih investitora. Posljedično nije ni moglo doći do

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



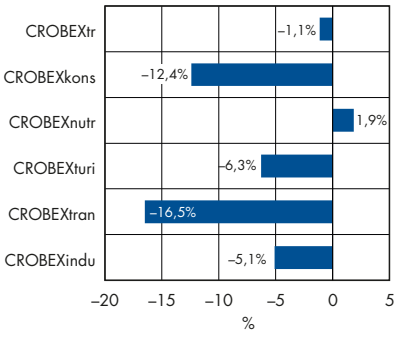
** povrati izračunati na datum 28.9.2018. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja*

Sektorski sastav CROBEX-a*



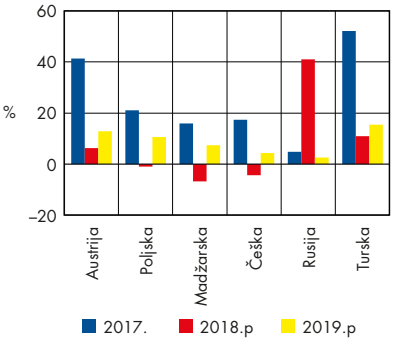
**na datum 28.9.2018.*
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati sektorskih indeksa u trećem tromjesečju 2018.



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Očekivani porast dobiti dioničkih indeksa regije



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

pada cijene dionice. Mirovinski fondovi uglavnom imaju dugoročniji horizont i u kraćim vremenski razdobljima ne mijenjaju svoje strategije već se uglavnom kroz duže razdoblje pozicioniraju u pojedinim vrijednosnicama baš zbog niske likvidnosti domaćeg tržišta kapitala. Iznimka kod Podravke je bilo Raiffeisen društvo za upravljanje mirovinskim fondovima koje je prodalo dio svoje pozicije realizirajući tako profit za taj dio portfelja. Ipak je potražnja za šest sastavnica CROBEX-a prevladala i cijene su im porasle u trećem tromjesečju. Tako su mirovinski fondovi svojoj kupnjom i sama društva kupovinom vlastitih dionicama utjecali na kreiranje potražnje i na taj način zaustavili burzovni indeks od većeg pada.

Na globalnim burzama, primarno američkom, vidljiv je trend rasta kamatnih stopa. Podizanje referentnih kamatnih stopa moglo bi se preliti na realno gospodarstvo u vidu povećanja kamatnih stopa na hipotekarne kredite, automobilske ili kredite za poduzeća. Viši trošak kamata će zauzvrat izazvati usporavanje rasta gospodarstva te će umanjiti zarade kompanija. U bližoj budućnosti se na globalnim dioničkim tržištima očekuje pozicioniranje tržišta za sporiji rast zarada društava smanjenjem cijena dionica, što će zauzvrat rezultirati povećanjem stope povrata ulagačima. Dionice će tako korekcijom cijena postati konkurentnije s obzirom na nerizične investicije, jer bi ih inače ulagači prestali kupovati i okrenuli bi se obveznicama. Na domaćem tržištu kapitala vladaju slični trendovi no rast kamatnih stopa se ne očekuje tako brzo i solidan rast gospodarstva se nastavlja. Smatramo kako naše dioničko tržište karakteriziraju većinom lokalni investitori koji su uz mirovinske fondove i osiguravajuća društva, koji imaju duži horizont ulaganja, i investicijski fondovi i ostali koja upravljaju imovinom za druge. Ti investitori smanjuju svoje pozicije u pojedinim dionicama kojima cijena pada, kako bi smanjili mogućnost gubitka na tim pozicijama. Vjerujemo da će se takvom trgovanju u zadnjem tromjesečju 2018. također moći pripisati veliki dio prometa dionicama na Zagrebačkoj burzi. Stoga je moguć nastavak pritisaka na kretanja cijena prema dolje kod pojedinih dionica kao posljedica kratkoročnih očekivanja i realizacija zarada.

U trećem tromjesečju je jedino sektorski indeks prehrambenih proizvođača porastao (+1,7%), a s obzirom na kraj 2017. taj je sektorski indeks svojom izvedbom (+5,0%) znatno nadmašio ostale sektore. Razlozi između ostalih leže i u uspješnom prevladavanju krize u Agrokoru i još jednoj rekordnoj turističkoj sezoni koja će se odraziti na značajnom porastu potrošnje domaćih proizvoda. Sektor turizma i prehrambeni sektor će pokazati dobre rezultate za treće tromjesečje stoga i u tim sektorima očekujemo porast dobiti za 2018. godinu. Kod društava u turističkom sektoru očekujemo nastavak trenda povećanja prosječne prodajne cijene smještajne jedinice, što bi u sljedećim godinama mogao biti trend samo za kapacitete visoke i najviše kvalitete smještaja u koje se nastavljaju značajne investicije.

Od stranih dioničkih tržišta u sljedećem tromjesečju dobre povrate na indekse, osim za rusko, očekujemo za češko, poljsko, madžarsko i austrijsko tržište na razinama od 2,2% do 7,1% povrata.

Tea Pevec

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
tel.: 01/45 66 466, telefaks: 01/48 11 626

Kratice

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje
BDP – bruto domaći proizvod
BDV – bruto dodana vrijednost
BoE – *Bank of England*
CDS – *Credit Default Swap*
CHF – švicarski franak
CIS – Zajednica neovisnih država
CPI – indeks potrošačkih cijena
DZS – Državni zavod za statistiku
e – procjena (*estimate*)
EMU – Europska monetarna unija
ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa
ESB – Europska središnja banka
EU – Europska unija
EUR – euro
Eurostat – Statistički ured Europske unije
f – prognoza (*forecast*)
Fed – *Federal Reserve System*
GBP – funta
god., g – godina
HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HNB – Hrvatska narodna banka
HRK – kuna
HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje
HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje
ILO – *International Labour Organisation*
JIE – zemlje Južne i Istočne Europe
kr – kraj razdoblja
m – mjesec
MF – Ministarstvo financija
mil. – milijun
mlrd. – milijarda
OPEC – *Organization of the Petroleum Exporting Countries*
PDV – porez na dodanu vrijednost
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*

Publikacija je dovršena 22. listopada 2018.
Publikacija odobrena od strane urednika: 31. listopada 2018. u 8:00 sati
Predviđeno vrijeme prve objave: 31. listopada 2018. u 10:00 sati

ISSN 1332–9391

Izjava o odricanju odgovornosti

Izdavatelj publikacije: Raiffeisenbank Austria d.d. Magazinska cesta 69, 10000 Zagreb, Hrvatska ("RBA"). RBA je kreditna institucija osnovana u skladu sa odredbama Zakona o kreditnim institucijama.

Ekonomska i financijska istraživanja je organizacijska jedinica RBA.

Nadzorno tijelo: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Miramarska 24b, 10000 Zagreb i Hrvatska narodna banka, Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb.

Ova publikacija izrađena je isključivo u informativne svrhe i ne smije se reproducirati, prevoditi ili činiti dostupnom trećim osobama osim namjeravanog korisnika, u cijelosti ili djelomice, bez prethodne pisane suglasnosti RBA u svakom pojedinom slučaju. Ova publikacija ne predstavlja investicijski savjet ili osobnu preporuku glede kupovanja, držanja ili prodaje vrijednosnih papira, niti ponudu ili poziv na davanje ponude, te ne zamjenjuje niti dopunjuje bilo kakav pravni dokument koji je po propisima bilo koje države, uključujući i Republiku Hrvatsku, potreban za primarno izdanje ili sekundarnu trgovinu financijskim instrumentima, bez obzira radi li se o malim ili profesionalnim ulagateljima te bez obzira radi li se o subjektima ili rezidentima Republike Hrvatske ili koje druge jurisdikcije.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Jedinstveni kriteriji za izdavanje preporuka i klasifikaciju rizika za dioničko tržište definirani su na način:

"Kupiti"/(Buy): za dionice koje imaju očekivani ukupni povrat od najmanje 15% (20% za dionice s visokim rizikom volatilnosti/ 10% za dionice s niskim rizikom volatilnosti) i predstavljaju najatraktivnije dionice među svim našim dionicama koje analiziramo i vrednujemo za razdoblje od sljedećih 12 mjeseci.

"Držati"/(Hold): za dionice za koje očekujemo pozitivni povrat do 15% (do 20% za dionice s visokim rizikom volatilnosti/ do 10% za dionice s niskim rizikom volatilnosti) u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Smanjiti"/(Reduce): za dionice za koje očekujemo negativni povrat do –10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Prodati"/(Sell): za dionice za koje očekujemo negativni povrat od preko –10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

Ciljane cijene se temelje na izračunatoj fer vrijednosti dobivenoj pomoću metode usporednog vrednovanja ("peer" analize) i/ili metodom diskontiranog novčanog tijeka (DCF metodom). Detaljna pojašnjenja korištenih metodologija dostupna su na: https://www.rcb.at/en/the-bank/business-segments/cr/concept-and-methods/

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

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

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

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

– 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 RBI. RBI je poslovna investicijska banka i ima sjedište u Austriji. Već 25 godina RBI djeluje u Srednjoj i Istočnoj Europi (SIE regiji) gdje ima mrežu banaka podružnica, leasing društava i brojnih drugih društava koja pružaju financijske usluge na 17 tržišta. Kao rezultat ovog položaja u Austriji i SIE regiji, RBI je uspostavio odnose i proširio ih u nekim slučajevima s kompanijama u sljedećim sektorima: nafta&plin, tehnologije, energija, nekretnine, telekomunikacije, financijske usluge, osnovni materijali, ciklični i ne-ciklični potrošački proizvodi, briga o zdravlju i industrija. RBI i/ili njegova povezana društva provodili su transakcije u vezi s proizvodima i uslugama (uključujući, ali ne isključivo, usluge investicijskog bankarstva) s izdavateljem iz analize, u proteklih 12 mjeseci. RBI i povezana društva uspostavili su organizacijske mjere koje su potrebne s pravnog stajališta i stajališta nadzora, a čije poštivanje prati Sukladnost (Compliance). Na sukobe interesa primjenjuju se pravna, fizička i druga ograničenja (koja se zajednički nazivaju "Kineski zidovi"), a njihova je svrha je ograničiti protok informacija između poslovnog područja/organizacijske jedinice unutar RBI, RBA, RCB, RZB te ostalih društava unutar grupe. Tako je npr. Investicijsko bankarstvo, koje obuhvaća aktivnosti korporativnog financiranja putem tržišta kapitala, odvojeno fizičkim i drugim barijerama od jedinica trgovanja te jedinica za istraživanje i analizu.

Potencijalni sukobi interesa navedeni niže primjenjuju se u slučaju vrijednosnih papira navedenih u analizi ako su pripadajući redni brojevi navedeni na kraju odlomka:

1. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje neto dugu ili kratku poziciju koja premašuje prag od 0,5% ukupnog izdanog dioničkog kapitala izdavatelja.
2. Izdavatelj drži više od 5% ukupnog izdanog dioničkog kapitala RBA ili bilo kojeg povezanog društva.
3. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije ima značajne financijske interese u odnosu na izdavatelja.
4. RBA ili bilo koje povezano društvo djeluje kao održavatelj tržišta (ili specijalist) ili drugi održavatelj likvidnosti za vrijednosne papire izdavatelja, kada je to primjenjivo.
5. RBA ili bilo koje povezano društvo je bilo tijekom prethodnih dvanaest mjeseci glavni voditelj ili suvoditelj postupka bilo koje objavljene ponude vrijednosnih papira izdavatelja u smislu usluge provedbe ponude odnosno prodaje vrijednosnih papira izdavatelja sa i bez obveze otkupa, kada je to primjenjivo.
6. RBA ili bilo koje povezano društvo je u bilo kojem drugom sporazumu s izdavateljem koji se odnosi na pružanje usluga investicijskog bankarstva, osim ako bi to značilo objavljivanje povjerljivih poslovnih informacija i da je sporazum bio na snazi prethodnih dvanaest mjeseci ili je tijekom istog razdoblja doveo do plaćanja naknade ili obećanja da će naknada biti plaćena, kada je to primjenjivo.
7. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je stranka sporazuma s izdavateljem koji se odnosi na izradu preporuke, kada je to primjenjivo.
8. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje vrijednosne papire izdavatelja koje je analizirao.
9. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je u Nadzornom odboru/Odboru direktora izdavatelja čije je poslovanje analizirao.
10. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je primio ili stekao vrijednosni papir izdavatelja prije javne ponude izdanja. U tom slučaju zahtijeva se pred-odobrenje transakcije s istaknutim datumom i kupovnom ili prodajnom cijenom.
11. Kompenzacija analitičara ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je povezana s davanjem usluga investicijskih usluga od strane RBA ili bilo kojeg povezanog društva.

Primjenjive napomene: Napomena br. 3, 4 i 5.

Portfelji analitičara i drugih fizičkih osoba koji su sudjelovali u izradi ove analize dostupni su na: http://www.rba.hr/istrazivanja/portfelj-rba-analiticara

Izjava analitičara: Financijska naknada autoru analize nije i neće biti povezana, izravno ili posredno, s preporukama ili stajalištima iznesenim u ovoj publikaciji niti ista ovisi o provedenim transakcijama.

RBA ima odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga ("HANFA") za obavljanje svih poslova propisanih važećim Zakonom o tržištu kapitala i drugim važećim zakonima i podzakonskim propisima. Međutim, RBA je ovlaštena obavljati te poslove samo na teritoriju Republike Hrvatske, ne i drugdje. Ukoliko bi ova publikacija, u cijelosti ili djelomično, bila dostupna u bilo kojoj jurisdikciji osim Republike Hrvatske, treba je smatrati nepostojećom.

Ovaj dokument se ne smije distribuirati u UK, Japanu, Hong Kongu, Kanadi i SAD-u.