

# RBAAnalize

broj 72  
siječanj 2019.

## Bez iznenađenja, bez uzbuđenja

- Rast nastavljen, ali sporijom dinamikom
- Investicijski rejting sve bliže
- Niska likvidnost na financijskim tržištima
- Povrat CROBEX-a iznad prosjeka regije u Q4 18



© Photo: Shutterstock Images  
Copyright: Kazlova Iryna

[www.rba.hr](http://www.rba.hr)



**Raiffeisen**  
**ISTRAŽIVANJA**

## Sadržaj

### Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja .....	3
Usporedne tablice .....	4

### Uvod

Sve izgledniji rast investicija .....	5
---------------------------------------	---

### Realni sektor

Široko – rasprostranjeni, ali nešto sporiji rast se nastavlja .....	6
---	---

### Platna bilanca, inozemni dug

Smanjenje vanjske ranjivosti ohrabruje .....	7
--	---

### Tečaj, monetarna politika i inflacija

Stabilan tečaj, umjerena inflacija i visoka likvidnost .....	8
--	---

### Fiskalna politika i tržište duga

Investicijski rejting sve bliže .....	10
---------------------------------------	----

### Financijski sustav

Snažniji rast kredita .....	12
-----------------------------	----

### Nafta

Pad cijena na kraju godine .....	13
----------------------------------	----

### Politike središnjih banaka

FED na vrhuncu, ESB na početku ciklusa podizanja kamatnih stopa .....	14
---	----

### Tržište dionica

Pad CROBEX-a u 2018. manji od prethodne godine .....	15
--	----

### Impresum

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb .....	17
--	----

## Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.e	2019.f	2020.f	2021.
<b>BDP i proizvodnja</b>	331.785	331.570	339.616	351,3	365,9	381,0	398,0	412,4	426,6
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-0,5	-0,1	2,4	3,5	2,9	2,6	2,5	2,0	1,8
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	43.800	43.400	44.600	46.600	48.991	51.365	53.635	55.509	57.258
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.291	10.246	10.529	11.085	11.782	12.537	13.185	13.740	14.079
Trgovina na malo, % promjena, realno	-0,6	0,4	2,4	4,4	4,4	3,9	3,5	3,0	2,5
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	-1,8	1,2	2,7	5,3	1,4	-0,5	2,7	2,0	1,5
<b>Cijene, nezaposlenost i proračun</b>									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,2	0,8	1,5	1,9	1,2
% , prosjek	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	1,4	1,9	2,0
Proizvođačke cijene <sup>1</sup> , %, kraj razdoblja	-2,6	-3,4	-4,4	-0,1	2,1	0,5	2,1	2,2	1,1
% , prosjek	0,5	-2,7	-3,9	-4,1	2,1	2,3	2,5	2,0	1,5
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	20,2	19,6	17,0	14,8	12,1	9,9	9,1	8,5	8,2
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	17,3	17,3	16,4	13,1	11,2	9,5	8,5	8,2	8,0
Prosječna neto plaća, u HRK	5.515	5.534	5.594	5.685	5.984	6.260	6.521	6.723	6.750
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-5,3	-5,1	-3,4	-0,9	0,9	-0,5	-1,0	-1,2	-0,8
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	266,6	278,4	284,2	281,7	283,3	285,2	287,0	287,5	288,2
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	80,4	84,0	83,7	80,2	77,5	74,8	72,1	69,7	67,6
<b>Bilanca plaćanja i dug</b>									
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	18.768	19.677	21.473	22.784	25.129	26.530	28.122	29.444	30.386
% promjena	2,5	4,8	9,1	6,1	10,3	5,6	6,0	4,7	3,2
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	18.601	18.855	20.448	21.461	24.066	25.550	27.339	28.569	29.283
% promjena	2,6	1,4	8,5	5,0	12,1	6,2	7,0	4,5	2,5
Tekući račun platne bilance, % BDP-a <sup>2</sup>	0,9	2,0	4,5	2,6	4,0	2,2	2,4	2,3	2,5
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706	17.000	17.300	17.650	17.750
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	7,3
Izravne inozemne investicije, mil. EUR <sup>3</sup>	739	2.299	191	1.765	1.787	1.110	2.300	2.000	1.800
Noćenja turista, % promjena	3,4	2,6	7,8	9,1	10,5	4,0	3,8	3,6	3,3
Inozemni dug, mlrd. EUR	45,8	46,4	45,4	41,7	40,1	38,2	38,0	39,5	41,0
Inozemni dug, kao % BDP-a <sup>2</sup>	104,6	106,9	101,7	89,3	81,8	74,4	70,8	71,2	71,6
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga <sup>2</sup>	244,1	235,9	211,4	182,9	159,5	144,0	135,1	134,2	134,9
<b>Financijski pokazatelji</b>									
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,55	6,30	6,99	6,99	6,27	6,47	6,16	5,78	5,73
pr, USD/HRK	5,71	5,75	6,86	6,80	6,62	6,28	6,37	5,94	5,67
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,64	7,66	7,64	7,56	7,51	7,42	7,45	7,45	7,50
pr, EUR/HRK	7,57	7,63	7,61	7,53	7,46	7,41	7,42	7,43	7,45
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	57,9	63,4	70,7	83,5	99,4	116,5	120,3	123,3	126,1
% promjena	11,5	9,6	11,4	18,1	19,1	17,2	3,3	2,5	2,3
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	264,9	273,3	287,4	300,9	307,2	319,2	326,6	332,8	337,8
% promjena	4,0	3,2	5,1	4,7	2,1	3,9	2,3	1,9	1,5
Plasmani, mlrd. HRK, kr	240,8	237,0	230,0	221,5	218,9	225,3	230,0	234,6	239,1
% promjena	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,9	2,1	2,0	1,9
ZIBOR 3m, %, pr	1,5	1,0	1,2	0,9	0,6	0,5	0,5	0,6	0,9
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	2,5	1,9	1,5	1,0	0,4	0,1	0,1	0,2	0,3

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



## Sve izgledniji rast investicija

S izuzetkom nešto snažnije državne potrošnje podaci bruto domaćeg proizvoda za treće tromjesečje nisu iznenadili. Nastavljen je solidan, široko rasprostranjen, ali na godišnjoj razini i nešto usporeniji rast. U sjeni razmjerno snažnog rasta prometa u trgovini na malo, industrijska proizvodnja nastavila je bilježiti negativne vrijednosti. Broj nezaposlenih nastavio se smanjivati uz nerazmjerno mali rast zapošljavanja unatoč činjenici da potražnja za radnom snagom (osobito u nekim djelatnostima) snažno raste. Usporeni rast dolazaka i noćenja turista u ljetnim mjesecima nadomješten je produljenjem sezone. Unatoč činjenici da udio robnog izvoza raste, manjak u robnoj razmjeni nastavio se produbljivati prvenstveno zahvaljujući negativnom saldu s državama članicama EU.

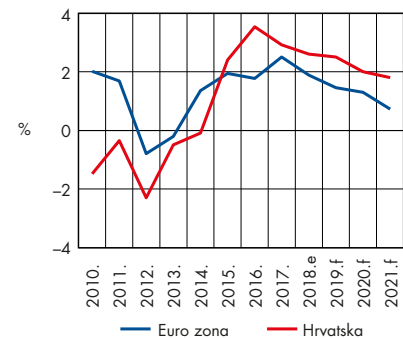
U 2019. očekujemo nastavak rasta gospodarstva uz blago usporavanje osobne potrošnje i negativan doprinos inozemne potražnje koji će biti ublaženi jačanjem pozitivnog doprinosa investicija. Pojačavaju se investicije privatnog sektora u napredne tehnologije s ciljem smanjenja potrebe za radom niske razine složenosti. S druge strane, primiče se kraj sedmogodišnjeg razdoblja za ugovaranje projekata financiranih iz EU fondova, pa očekujemo aktivniji pristup javnog sektora i povećano korištenje ugovorenih sredstava s pozitivnim učinkom na rast investicija.

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. Ona je uvelike određena očekivanim zadržavanjem cijena nafte i energenata na trenutnim razinama, dok inflacija potražnje unatoč snažnom tržištu rada ostaje skromna. Stoga očekujemo nastavak primjene nestandardnih mjera monetarne politike i zadržavanje referentnih kamatnih stopa na trenutnim razinama barem do rujna 2019. Posljedično kratkoročne kamatne stope mogle bi se zadržavati ispod ili oko nule.

Nastavak zadržavanja visoke likvidnosti na domaćem financijskom tržištu uz oslabljene inflatorne pritiske olakšavat će monetarnoj politici održavanje stabilnosti tečaja kune u odnosu na euro. Prelijevanje potencijalnih učinaka stezanja monetarne politike Europske središnje banke dogodit će se u Hrvatskoj s određenim odmakom, osobito ukoliko se nastavi provoditi razborita fiskalna politika. S druge strane, obilje likvidnosti i oštra konkurencija među kreditorima nadjačavaju utjecaj rasta potražnje za kreditima, te se zadržavaju niske razine aktivnih i pasivnih kamatnih stopa na domaćem tržištu. Rast temeljen na potrošnji pogoduje prihodnoj strani proračuna, što uz obuzdavanje rashoda omogućava ostvarivanje visokih primarnih viškova i daljnji pad relativnog pokazatelja zaduženosti javnog sektora. Sniženi pokazatelji vanjske zaduženosti ukazuju na smanjene vanjske ranjivosti Hrvatske. Nastavak ostvarivanja viška na tekućem računu bilance plaćanja i politička stabilnost ohrabruje očekivanja da bi se tijekom 2019. godine Hrvatska mogla vratiti u investicijski rejting. Iz sadašnje perspektive nije upitno da će Hrvatska ispuniti normativne kriterije za ulazak u euro područje. Upitna je održivost pozitivnih kretanja uz iskazane slabosti u institucionalnom okruženju i nesklonost za provedbu poznatih strukturnih mjera koje su ključne za ulazak u predvorje euro područja.

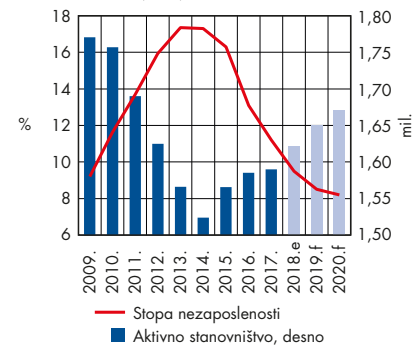
Zrinka Živković Matijević

### BDP, realna stopa rasta



Izvori: DZS, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

### Tržište rada (ILO)\*



\* International Labour Organization (Anketa o radnoj snazi)

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

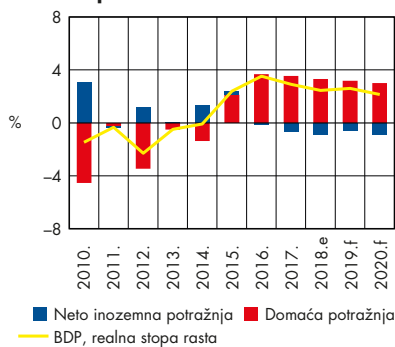
\* na dan 21. siječnja 2019.

Izvori: HNB, rejting agencije, Raiffeisen istraživanja

## Široko – rasprostranjeni, ali nešto sporiji rast se nastavlja

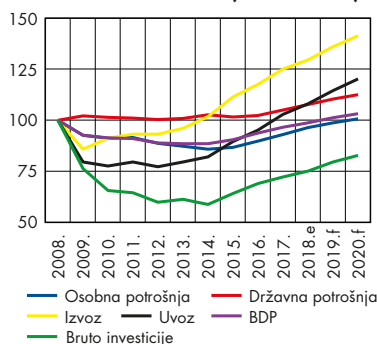
- Na krilima osobne potrošnje i izvoza usluga
- U očekivanju snažnijeg doprinosa investicija

### BDP i doprinosi rastu



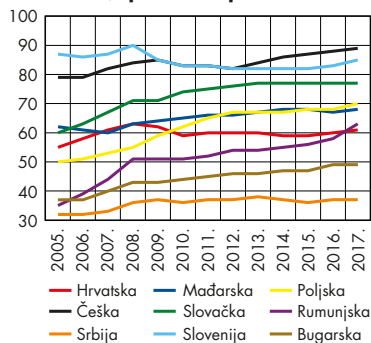
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Realni BDP i sastavnice (2008 = 100)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

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



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Iako se objava preliminarnih podataka bruto domaćeg proizvoda za 2018. godinu očekuje krajem veljače sasvim je izvjesno da je dinamika rasta gospodarstva blago usporila. Široko rasprostranjeni rast se nastavio predvođen izvozom roba i usluga i potrošnjom kućanstava, ali obje sastavnice BDP-a bilježe blago usporavanje. Investicije još uvijek nisu dobile svoj zamašnjak dok je dinamika rasta državne potrošnje ubrzala i vjerojatno će 2018. zaključiti s najvišom godišnjom stopom rasta u posljednjih deset godina. U 2019. godini očekujemo nastavak slične dinamike gospodarske aktivnosti i stopu rasta BDP-a od 2,5%. Daljnji pad nezaposlenosti, nešto blaži rast zaposlenosti i pritisak na rast plaća zbog manjka radne snage (u nekim djelatnostima) podržavat će nastavak potrošnje kućanstava. Uz to raspoloživi dohodak kućanstava ostaje pod utjecajem skromne stope inflacije, nižih troškova financiranja te očekivanjima o nastavku povoljnih pokazatelja u turizmu. Očekivanja rasta turističkih noćenja približila su se dugoročno održivoj stopi i temelje se na pretpostavci produljenja turističke sezone. Doprinosi neto inozemne potražnje bit će blago negativan unatoč nastavku rasta izvoza. Naime, rast domaće potražnje i izvoza usluga implicira rast uvoza, dok će usporavanje najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske predstavljati uteg izvoznj aktivnosti. S druge strane moguće je očekivati jačanje investicijske aktivnosti javnog sektora, dijelom pod utjecajem povlačenja sredstava iz EU fondova dijelom zbog činjenice da polako ulazimo u predizbornu razdoblje. Poslovni optimizam i nastavak povijesno niskih troškova financiranja ohrabruju očekivanja o nastavku investicija u privatnom sektoru iako rastući troškovi osoblja mogu umanjivati njihov investicijski potencijal. Naposljetku državna potrošnja trebala bi zadržati istu dinamiku rasta. Sa strane ponude rast će i dalje generirati djelatnosti vezane uz trgovinu na veliko i na malo, prijevoz i skladištenje, smještaj, priprema i usluživanje hrane, informacije i telekomunikacije te graditeljstvo. S druge strane bitno oslabljeni, pa čak i negativan doprinos industrije, neće doživjeti svoj procvat ni u 2019. već će stopa oporavka biti skromna. Rizici kratkoročnih projekcija su uravnoteženi. Osobna potrošnja i izvoz usluga može nadmašiti očekivanja osobito u slučaju jačeg pritiska na rast plaća te bolje turističke sezone. U tom slučaju pozitivne učinke umanjivat će rast uvoza roba i usluga. S druge strane podbačaj (javnih) investicija zbog slabosti realizacije projekata financiranih od strane EU fondova, usporavanje vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske te naposljetku jačanje protekcionističkih mjera na globalnoj razini moglo bi posredno nepovoljno djelovati na domaća gospodarska kretanja. Srednjoročni do dugoročni rast, potencijali rasta i njegova održivost ostaju i dalje opterećeni dobro poznatim strukturnim slabostima. Jačanje institucionalnog okruženja i jačanje vladavine prava preduvjet su modernog sigurnog i prosperitetnog društva. Ljudski kapital predstavlja već sada najveći izazov i prepreku snažnijem i održivijem rastu Hrvatske. 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. Neophodne reforme potrebne u nizu područja trebaju biti koordinirane, usklađene i prilagođene suvremenim zahtjevima tržišta.

Zrinka Živković Matijević

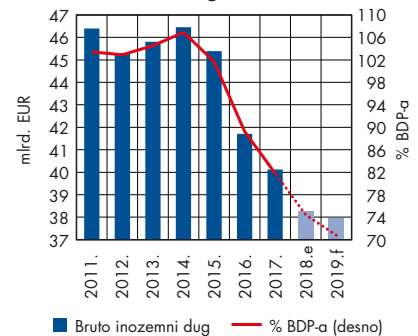
## Smanjenje vanjske ranjivosti ohrabruje

- Podračun usluga i dalje osnovni generator viška na tekućem račun bilance plaćanja
- Razduživanje prema inozemnim vjerovnicima se nastavlja

Dostupni podaci o kretanju robne razmjene Hrvatske u posljednjem prošlogodišnjem tromjesečju ukazuju na daljnje produblivanje manjka na računu roba uz zamjetno niže stope rasta u odnosu na godinu ranije. Nepovoljna kretanja u robnoj razmjeni bit će ublažena nastavkom povoljnih kretanja salda u međunarodnoj razmjeni usluga, ponajviše podržanih rastom prihoda od turističke potrošnje inozemnih gostiju. Ipak, na razini cijele 2018. rast prihoda od turizma vjerojatno će biti sporiji nego u prethodne tri godine. Posljedica je to spleta čimbenika, prije svega smirivanja političke situacije u konkurentskim destinacijama (Turska, Grčka, Sjeverna Afrika) dok je dio turista vjerojatno iskoristilo godišnje odmore tijekom Svjetskog nogometnog prvenstva u Rusiji. S druge strane, snažan rast prihoda od turizma u posljednjim godinama dugoročno nije izgledan pa je i visoka baza razlog skromnijim stopama rasta u 2018. Utjecaj rezervacija banaka za plasmene koncernu Agrokor je u prošloj godini iščeznuo 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 na tekućem računu bilance plaćanja bit će rezultat i očekivanog rasta neto prihoda od transakcija s proračunom EU te rasta naknada zaposlenima i osobnih transfera iz inozemstva s obzirom na sve izraženije iseljavanje radne snage. I u ovoj godini nepovoljno će na kretanja na tekućem računu platne bilance djelovati manjak na podračunu roba te djelomično i pogoršanje salda dohotka od ulaganja zbog rasta profitabilnosti poduzeća u stranom vlasništvu. Višak u međunarodnoj razmjeni usluga (što se prije svega odnosi na prihode od putovanja) te jačanje korištenja sredstava iz fondova EU čimbenici su koji će ublažiti negativna kretanja. I dok se pozitivni rizici u najvećoj mjeri oslanjaju na snažnije povlačenje sredstava EU fondova negativni rizici proizlaze zbog usporevanja gospodarskog rasta glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, ali i nepovoljan utjecaj globalnih trgovinskih tenzija te previranja na međunarodnim financijskim tržištima. Tijekom ljetnih mjeseci banke su iskoristile pojačani priljev deviza od turizma i značajno smanjile svoju inozemnu zaduženost. I ostali sektori nastavili su tijekom trećeg tromjesečja 2018. s razduživanjem prema inozemnim vjerovnicima izuzev središnje banke čija se inozemna pozicija pogoršala kao rezultat povećanja na stavci kratkoročnih kredita. Krajem rujna 2018. bruto inozemni dug spustio se na 76,2% BDP-a što predstavlja smanjenje za 5,5 postotnih bodova u odnosu na kraj 2017. Podaci za posljednje prošlogodišnje tromjesečje trebali bi ukazati na nastavak sličnih kretanja te bi krajem 2018. relativni pokazatelj inozemnog zaduživanja trebao biti i ispod 75% BDP-a. Podržan gospodarskim kretanjima i daljnjim razduživanjem svih ključnih sektora nastavak pada udjela bruto inozemnog duga u BDP-u očekujemo i u ovoj godini. Pri tome daljnje smanjenje duga u sektoru poduzeća očekujemo kao rezultat iščezavanja razlike u trošku financiranja na domaćem i inozemnom financijskom tržištu. S druge strane, stezanje monetarne politike i pogoršanje uvjeta financiranja na regionalnim i globalnim financijskim tržištima posljedično bi imali negativan efekt na kretanje bruto inozemnog duga posebice u slučaju nastavka skromnog napretka Hrvatske u provođenju strukturnih reformi što dovodi do rasta percepcije rizika te posljedično i premije rizika same zemlje.

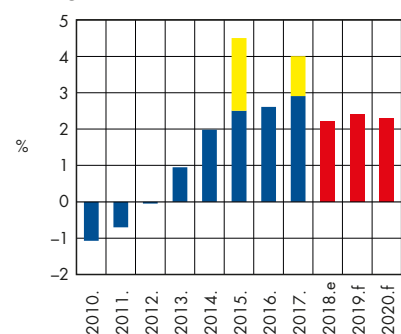
Elizabeta Sabolek Resanović

### Bruto inozemni dug



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

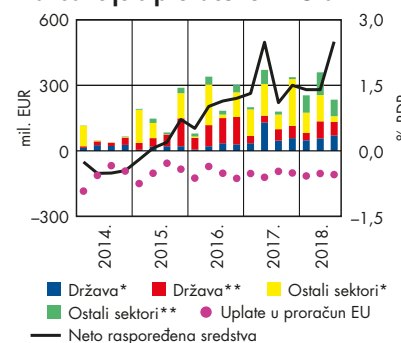
### Udio salda tekućih transakcija u BDP-u\*



\*žuto označava jednokratni utjecaj CHF konverzije u 2015. i Agrokoru u 2017.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Transakcije s proračunom EU-a

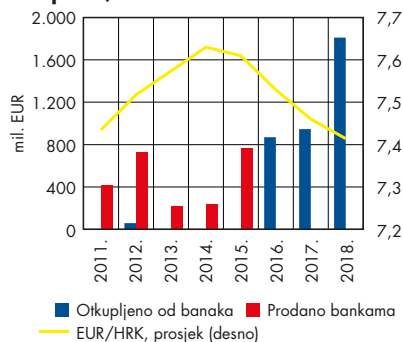


\*tekući prihodi, \*\*kapitalni prihodi  
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Stabilan tečaj, umjerena inflacija i visoka likvidnost

- Visoka likvidnost i niske kamatne stope i tijekom 2019.
- Umjerena inflacija i stabilan tečaj podrška nastavku ekspanzivne monetarne politike

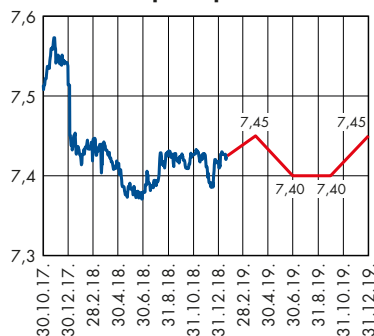
### Devizne intervencije HNB-a i srednji tečaj EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Posljednji mjeseci 2018. godine donijeli su nastavak izrazito niske volatilnosti tečaja kune u odnosu na euro, ali i zadržavanje postojanih aprecijacijskih pritiska na domaću valutu. Kuna je podršku pronalazila u nastavku rasta izvoza roba, jačanju turističke aktivnosti kroz zimske mjesec (advent), ali manjim dijelom i deviznim priljevima doznaka iz inozemstva. U promatranom posljednjem tromjesečju zabilježene su najniže razine tečaja na tečajnici HNB-a od 2010. godine jasno odražavajući tendenciju jačanja domaće valute u uzlaznoj fazi gospodarskog ciklusa u uvjetima povoljnih kretanja na bilanci plaćanja. Unatoč već spomenutoj niskoj volatilnosti tečaja središnja banka je u prosincu čak tri puta intervenirala na deviznom tržištu otkupljujući devize od poslovnih banaka ukupne nominalne vrijednosti preko 1 mlrd eura. Štoviše, prva intervencija otkupa deviza u prosincu 2018. po nominalnom iznosu bila je i povijesno najveća. Međutim, srednji tečaj EUR/HRK na tečajnici HNB-a na dan 31. prosinca 2018. bio je 1,3% niži u usporedbi s krajem 2017. te ujedno na najnižoj razini od 2010.

### EUR/HRK, srednji tečaj HNB-a

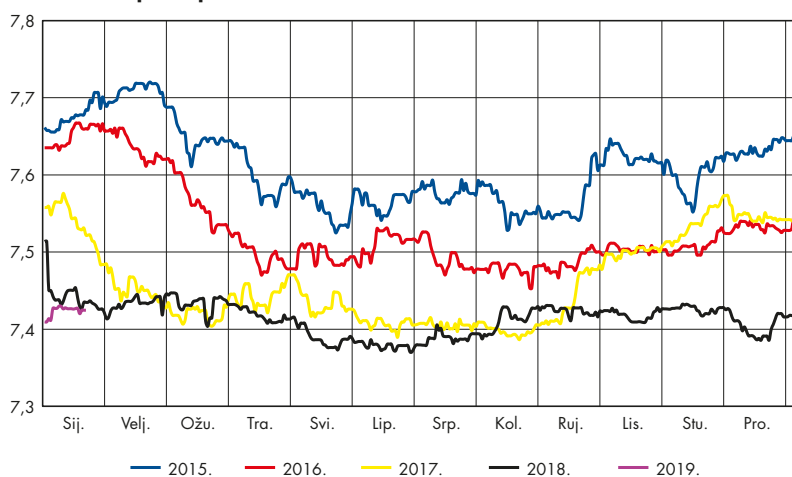


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Primarno kao posljedica deviznih intervencija prosječni višak kunske likvidnosti u 2018. bio je na gotovo 65% višim razinama u usporedbi s 2017. dosegnuvši 24,9 mlrd kuna. Štoviše kao izravna posljedica deviznih intervencija on je na samom kraju 2018. godine premašio je 34,5 mlrd kuna. Stoga ne iznenađuje zadržavanje kamatnih stopa na povijesno niskim razinama.

Visoka likvidnost, niske kamatne stope i ekspanzivni karakter monetarne politike sasvim su izgledni tijekom cijele 2019. Čak i u slučaju polaganog stezanja monetarne politike Europske središnje banke prelijevanje na domaću financijsko tržište trebalo bi se osjetiti s određenim vremenskim odmakom osobito u uvjetima očekivano povoljnih ekonomskih kretanja. Pritom neupitna ostaje dosljednost HNB-a u provođenju politike stabilnog tečaja.

### EUR/HRK srednji tečaj\*



\* do 15. siječnja 2019.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Tijekom 2019. godine očekujemo slična kretanja tečaja kune u odnosu na euro s uobičajenim sezonskim oscilacijama koja bi kao i tijekom 2018. trebale biti manje izražene u usporedbi s prethodnim godinama. U slučaju nastavka iznadpotencijalnih stopa rasta gospodarstva temeljenih na turizmu i potrošnji, a uz jačanje investicijske aktivnosti, trenutne prognoze mogle bi biti izložene riziku jačanja kune u odnosu na euro.

Kuna se na samom početku 2019. kretala na razinama oko 7,43 kune za euro, razinama koje bi trebale biti uobičajene za prvo tromjesečje. S približavanjem presezona ponovno će ojačati potražnja za kunama i pritisci



na jačanje domaće valute u odnosu na euro.

Očekujemo da će i tijekom 2019. središnja banka ostati u potpunosti predana politici stabilnog tečaja. Stoga bi, u slučaju pritiska 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 2018. godine dosegnule povijesno najvišu razinu od preko 17,5 mlrd eura.

Nakon što su ljetni mjeseci donijeli blago jačanje inflatornih pritiska, prosječna godišnja stopa inflacije u posljednjem tromjesečju 2018. spustila se na 1,2% kao rezultat iščezavanja učinka povećanja administrativno reguliranih cijena električne energije te zamjetnog pada cijena prijevoza koje zrcale kretanja na svjetskim robnim tržištima sirove nafte. Inflatorne pritiske i u posljednjem tromjesečju uglavnom je generirala energija s pretežitim utjecajem naftnih derivata. Iako se primjena niže stope PDV-a na niz proizvoda neće u cijelosti prenijeti na cijene istih, djelomični prijenos poreznog rasterećenja svakako će utjecati na usporavanje rasta cijena neutralizirajući potencijalni rast generiran od solidne domaće potražnje i rastućih jediničnih troškova rada. Naime udio prehrambenih proizvoda na koje se primjenjuje snižena stopa (svježe meso, riba, voće, povrće i jaja) čine 11% potrošačke košarice te svakako imaju zamjetan utjecaj na cjelokupno kretanje indeksa potrošačkih cijena.

Očekujemo nastavak rasta cijena usluga, dok će cijene energije biti pod utjecajem kretanja sirove nafte koja bi prema trenutnim projekcijama trebala bilježiti stagnaciju. Ipak, teško predvidive geopolitičke prilike svakako predstavljaju rizik trenutnih projekcija cijena nafte te posljedično cijena naftnih derivata koje se u konačnici prilijevaju na ostale robe i usluge. Isto tako ne treba zanemariti mogućnost rasta administrativno određenih cijena (poput plina i/ili nekih komunalnih usluga). Ipak, inflacija potrošačkih cijena ostati će na umjerenom razini dozvoljavajući akomodativni karakter monetarne politike i tijekom 2019.

Naposlijetku, u kontekstu planiranog ulaska u europski tečajni mehanizam i prihvaćanja eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja treba naglasiti da je razina cijena u Hrvatskoj u usporedbi prosjekom država članica euro područja razmjerno visoka i nalazi se na 65% prosječne vrijednosti. Cjenovni jaz će se nastaviti smanjivati (vjerojatno u području usluga i administrativno reguliranih cijena) ali samo uvođenje eura ne bi trebalo imati značajni utjecaj na rast cijena.

Zrinka Živković Matijević

### Kamatne stope na tržištu novca, ZIBOR

	I.19.	II.19.	III.19.	IV.19.	I.20.
1-mj.	0,45	0,45	0,45	0,50	0,50
3-mj.	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
6-mj.	0,50	0,50	0,50	0,60	0,60
9-mj.	0,50	0,50	0,50	0,60	0,60
12-mj.	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60

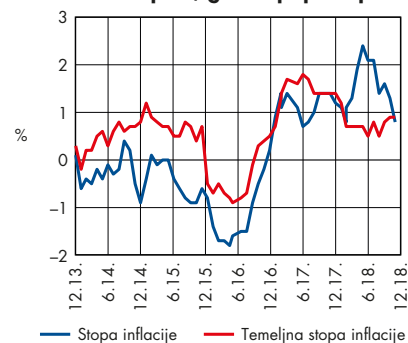
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Likvidnost i kamatne stope



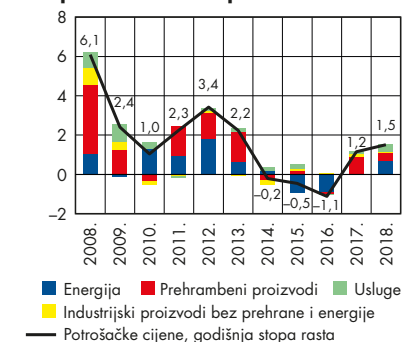
Izvori: HNB, Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Godišnje stope inflacije i doprinosi komponenta inflaciji

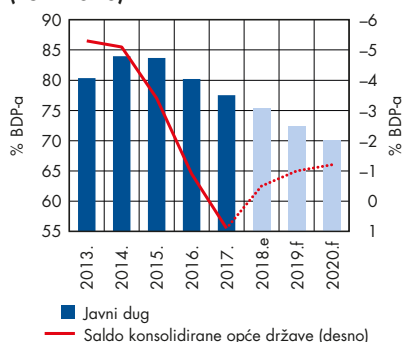


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Investicijski rejting sve bliže

- Nastavak fiskalne konsolidacije
- Niska likvidnost na obvezničkom tržištu

### Konsolidirana opća država (ESA 2010)

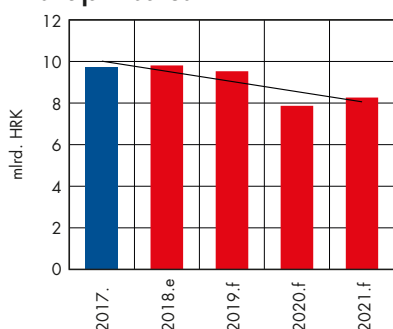


Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Posljednji dostupni podaci o kretanjima u državnoj blagajni za treće tromjesečje 2018. koji se odnose se na konsolidiranu središnju državu (prema gotovinskom načelu, metodologija GFS 2001) upućuju na nastavak povoljnih fiskalnih kretanja uz snažniji godišnji rast prihoda od rashoda. Kumulativno u prvih devet mjeseci lani višak prihoda nad rashodima središnje države iznosio je 4,6 mlrd. kuna.

Gospodarski rast temeljen na potrošnji i dalje će pogodovati prihodnoj strani proračuna što će i u nadolazećem razdoblju, uz ograničavanje rashoda, ostavljati dovoljno prostora u fiskalnom okviru za postizanje primarnih viškova te daljnje smanjenje udjela javnog duga u BDP-u. Za razliku od Vlade, naše projekcije nešto su konzervativnije te očekujemo blagi rast deficita s obzirom na predizbornu godinu 2019./2020. i rastuće apetite mnogih proračunskih korisnika. Ipak, razborit pristup fiskalnoj politici bit će zadržan zbog predanosti Vlade ispunjavanju pravila rashoda (Zakon o fiskalnoj odgovornosti), kao i zbog poticaja što skorijeg ulaska u europodručje.

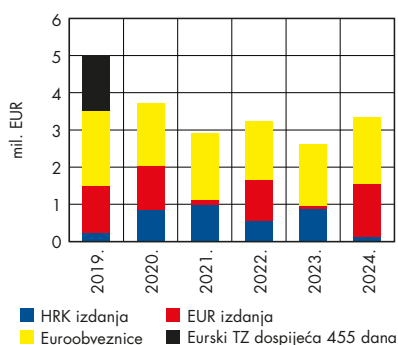
### Financijski rashodi\*



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

Nakon što je u prosincu lani Fitch zadržao kreditni rejting Hrvatske na ocjeni BB+ uz pozitivne izgleda smatramo kako će gospodarska kretanja uz pozitivne izgleda podržati naša očekivanja povratka Hrvatske u investicijski rejting u ovoj godini. Iako je prva revizija rejtinga od strane agencije S&P na rasporedu već u ožujku ne isključujemo mogućnost kako će S&P tada zadržati oprezan stav te kako će se tek u rujnu, kada budu već poznati određeni gospodarski fundamentalni pokazatelji za 2019. kao i izgledi za 2020., odlučiti za podizanje kreditne ocjene. Nadalje, revizija agencije Moody's u travnju vjerojatno će donijeti podizanje na jednu razinu ispod investicijskog rejtinga budući da se Hrvatska prema njihovoj ocjeni trenutno nalazi dvije razine ispod investicijske. Potom je na rasporedu revizija rejtinga od strane Fitcha u lipnju gdje očekujemo da će upravo Fitch biti prva agencija koja će Hrvatsku vratiti u "društvo" zemalja s investicijskim rejtingom (koji je izgubila još 2012.). Kao što smo već navodili kreditna ocjena Hrvatske rezultat je prije svega snažne fiskalne konsolidacije, kontinuiranog pada javnog duga od 2014. kao i smanjenje vanjske ranjivosti. Poboljšanje percepcije rizičnosti Hrvatske potvrđuje i smanjenje premije rizika mjereno pokazateljem *credit default swap* (CDS).

### Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama\*



\*glavnica i kamate  
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Međutim, ne smijemo zaboraviti kako duboko ukorijenjene strukturne slabosti Hrvatske i dalje ostaju snažan uteg. Stoga kako bi ekonomski rast bio snažniji i održiv, a fiskalna kretanja otpornija ostaje nužnost bržeg i efikasnijeg provođenja strukturnih reformi. U suprotnom, slijedeći silazni ekonomski ciklus mogao bi ponovo hrvatski rejting vratiti pod snažan pritisak.

Krajem trećeg tromjesečja 2018. dug opće države (metodologiji ESA 2010) iznosio je 281,8 mlrd. kuna. Uz rast BDP-a u trećem tromjesečju, jačanje domaće valute u odnosu na euro te pad nominalnog iznosa javnog duga, dug opće države u BDP-u spustio se na 74,5%. S posljednjim danom 2018. godine plaćena su protestirana državna jamstva za Uljanik u iznosu od oko 2,5 mlrd. kuna što je do kraja godine utjecalo na pogoršanje salda općeg proračuna, a

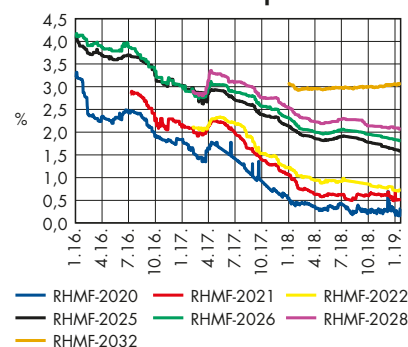
ujedno i na kretanje javnog duga. S obzirom da se radi samo o dijelu glavnice (ukupna izloženost RH po glavnici prema Uljanik Grupi iznosi 4,3 mlrd kuna), a nije plaćen iznos kamata koji se još treba servisirati konačan iznos podmirenja jamstava će biti nešto veći. Drugi dio glavnice dolazi na naplatu u ovoj godini. Međutim, kretanja u fiskalnoj statistici ostat će i dalje razmjerno povoljna. Pri tome će potonji pokazatelj biti potpomognut nastavkom rasta gospodarstva te tečajnim kretanjima. Promatrano na godišnjoj razini, prema našim očekivanjima, omjer javnog duga i BDP-a trebao bi se na kraju 2018. zadržati ispod 75% što je preko 9 postotnih bodova niže u odnosu na njegovu najvišu razinu, zabilježenu krajem 2013.

Na tržištu dužničkih vrijednosnica već početkom veljače dopijeva veliki trezorski zapis (1,5 mlrd. eura) izdan u studenom 2017. Očekujemo kako će Vlada refinancirati dospjelo izdanje putem istog instrumenta ili djelomično izdanjem dugoročnih dužnosnica. Novo izdanje barem će djelomično zadovoljiti apetite domaćih investitora na sekundarnom tržištu koje i dalje karakterizira razmjerno visoka potražnja i niska likvidnost. Potvrđuje to i pad prinosa u posljednja dva mjeseca posebice na eurskim izdanjima hrvatskih euroobveznica (ovisno o dospijeću, od 16–30 baznih bodova) koji je djelomično i posljedica povećanog interesa za vrijednosnice zemalja SIE regije koje nude više prinose u odnosu na core izdanja. Slična kretanja zabilježena su i na domaćem tržištu gdje na kraćem kraju krivulje prinosa gotovo stagniraju dok su na duljem kraju prinosi također pod pritiskom. Štoviše, uz bitno poboljšane fundamentalne pokazatelje prinosi se još uvijek nalaze na povijesno niskim razinama i niži su u usporedbi s krajem 2017. Nešto drukčije kretanje zabilježeno je kod dolarskih izdanja hrvatskih euroobveznica koje prate kretanja i neizvjesnost na američkom tržištu što se odražava u blagom rastu prinosa.

U studenom, na naplatu pristiže i dolarska euroobveznica (1,5 mlrd. dolara) te domaća obveznica uz valutnu klauzulu (1 mlrd. eura). Obzirom da potencijalni početak zaoštavanja monetarne politike Europske središnje banke očekujemo u drugom polugodištu 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 doprinosi fiskalnoj konsolidaciji. Ipak, očekujemo kako će pooštavanje politike ESB-a utjecati na hrvatsko tržište s određenim vremenskim odmakom.

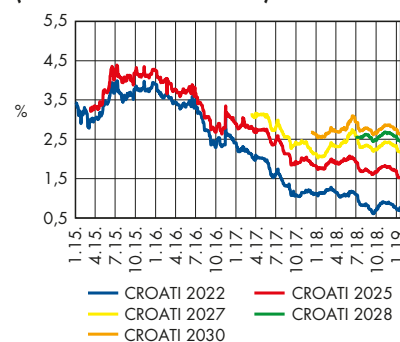
Obzirom kako će i u narednim tromjesečjima monetarna politika ostati ekspanzivna što će kamatne stope na tržištu novca i kratkoročne kamatne stope zadržavati na povijesnim minimumima treba biti na oprezu kada se radi o dugoročnim prinosima. Iako u osnovnom scenariju ne očekujemo rast prinosa ili širenje spreadova budući da značajna poboljšanja fiskalne metrike, plitko tržište i konstantna potražnja za kunskim papirima podržavaju cijene lokalnih izdanja, eventualni 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, one nastavljaju pratiti sentiment i kretanja na međunarodnim tržištima i tržištima SIE regije. Sličan obrazac kretanja očekujemo i do kraja godine.

## Prinosi na kunska izdanja



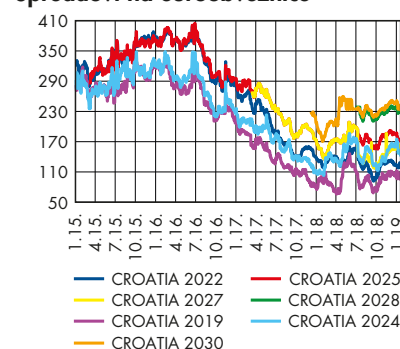
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Prinosi na euroobveznice (denominirane u eurima)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Spreadovi na euroobveznice\*



\* u baznim bodovima

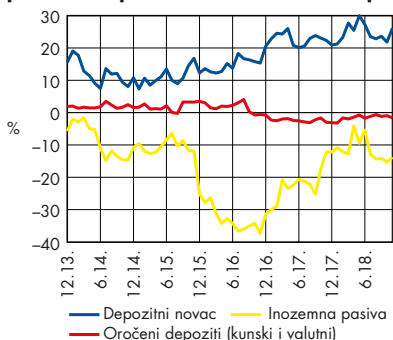
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Eizabeta Sabolek Resanović

## Snazniji rast kredita

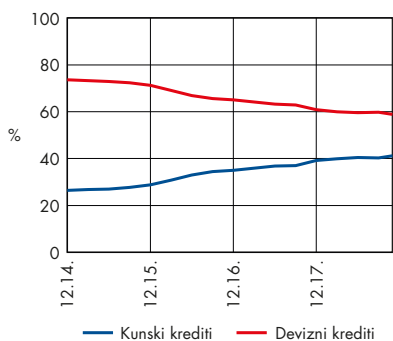
- Strukturne promjene u depozitima – natpolovični udjel depozita po viđenju
- Očekujemo ubrzanje rasta kredita poduzećima
- I dalje bez usluge kreditnog registra u području procjene kreditnog rizika građana

### Godišnja stopa rasta inozemne pasive i depozita kreditnih institucija



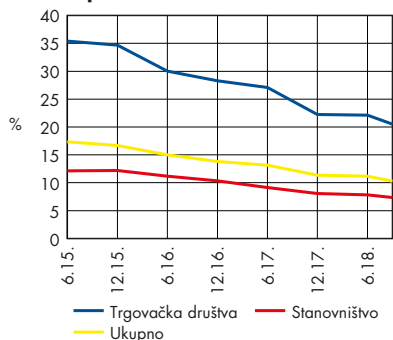
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Valutna struktura kredita



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

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



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Višak likvidnosti u financijskom sustavu potiče priljev depozita klijenata u banke. Zbog očekivanog nastavka pada cijena na tržištima kapitala, investitori preferiraju depozite u bankama koji ih štite od gubitka nominalne vrijednosti ulaganja. Suočene s većim priljevom depozita od mogućnosti plasmana kredita, banke smanjuju kamatne stope na depozite. Time se smanjuju i razlike između ponude kamatnih stopa na oročene depozite u odnosu na depozite po viđenju. Zbog smanjene razlike u prinosima klijenti nemaju motiv za oročavanjem depozita, već se nakon isteka oročenja depoziti zadržavaju u bankama na računima po viđenju. Učešće depozita po viđenju u ukupnim depozitima doseglo je 56,5% krajem studenog 2018., a u novoj godini očekujemo nastavak rasta depozita po viđenju. Ukupan iznos ulaganja u investicijske fondove predstavlja tek 6% od iznosa depozita klijenata u bankama pa promjene u atraktivnosti ulaganja u investicijske fondove nemaju značajan utjecaj na kretanje depozita u bankama. U potrazi za višim prinosima investitori tijekom posljednje dvije godine premješaju kapital iz novčanih u obvezničke fondove koji su krajem studenog dosegli udjel od 45% u ukupnoj imovini investicijskih fondova. U ovoj godini očekujemo nastavak rasta imovine u obvezničkim fondovima, stagnaciju imovine u dioničkim fondovima i pad imovine u novčanim fondovima.

S druge strane jača potražnja klijenata za kreditima bankama. U studenom je prema transakcijama ostvarena godišnja stopa rasta kredita u segmentu stanovništva od 6,2%, a kod poduzeća 3,1%. U procesu čišćenja bilanci banke prodaju neprihodujuće plasmane agencijama za naplatu i time ostvaruju dodatne priljeve likvidnosti. Zbog toga je prema stanju ukupnih kredita na godišnjoj razini ostvaren rast od 1,5%, što je znatno manje od 4,7% rasta kredita ostvarenog prema transakcijama. Omjer neprihodujućih kredita u odnosu na ukupne snizio se na 10,3%. Time se sužava osnovica za prodaju neprihodujućih plasmana u narednom razdoblju pa bi se rast kredita mjeren prema stanjima na kraju razdoblja trebao približavati stopama rasta ostvarenim na transakcijama.

Zbog konkurentne ponude kredita domaćih banaka u odnosu na cijene kredita na financijskim tržištima u inozemstvu očekujemo povećano učešće domaćih banaka u ukupnom zaduživanju klijenta, i to prvenstveno kod poduzeća gdje inozemna tržišta imaju natpolovični udjel u ukupnom dugu poduzeća. Zbog neusklađenosti s odredbama o zaštiti osobnih podataka kreditni registar je u svibnju 2018. prestao izrađivati izvještaje o visini i strukturi ukupne zaduženosti građana. Uslugu kreditnog registra banke koriste za procjenu rizičnosti zajmoprimca, a izostanak te usluge smanjuje potencijal rasta kredita u segmentu stanovništva. Stoga jačanje potražnje za potrošačkim kreditima ne bi trebalo rezultirati ubrzanjem rasta kreditiranja stanovništvu. U 2019. predviđamo brži rast kredita poduzećima uz zadržavanje rasta kod kredita stanovništvu na godišnjoj razini oko 5%. Pad kamatnih stopa na kredite povoljno utječe na opterećenje zajmoprimca troškovima kamata, a time i na naplatu kredita. U dužem roku, nakon normalizacije kamatnih stopa na tržištu trebali bi se povećati problemi u naplati, ali u kraćem roku prevladavaju pozitivni učinci na kvalitetu portfelja, a time i na profitabilnost poslovanja banaka.

## Pad cijena na kraju godine

- Aktivirane sankcije Iranu
- Tržište i dalje prezasićeno

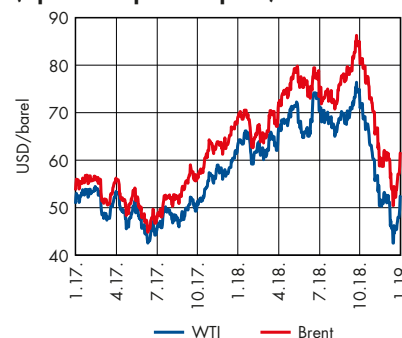
Početak listopada 2018. cijene sirove nafte zabilježile su razmjerno snažan rast dosegivši najviše razine u posljednje četiri godine te su u prosjeku bile na oko 38% višim razinama u odnosu na listopad 2017. (rast za oko 20 dolara po barelu). Osjetan rast cijena podržao je strah oko mogućih poremećaja u opskrbi s obzirom da su početkom studenog aktivirane sankcije Iranu. Međutim, nakon aktivacije sankcija, SAD je određenim gospodarstvima (Kini, Indiji, Italiji, Grčkoj, Južnoj Koreji, Tajvanu i Turskoj) odobrio privremene mjere odstupanja od naftnih sankcija na uvoz iranske nafte ublaživši utjecaje samih sankcija na opskrbu tržišta. Isto tako, uslijed očekivanja kako će iranski izvoz pasti na nulu, pojačana proizvodnja zemalja članica OPEC-a uključujući Rusiju zasitila je tržište što je u nastavku godine spustilo cijene sirove nafte za oko 20%. Sličan trend se nastavio i u posljednjem mjesecu 2018. spustivši cijene sirove nafte za dodatnih 14% u samo mjesec dana. U prosjeku su tako cijene sirove nafte završile 2018. godinu na oko 28% višim razinama u odnosu na 2017.

Pojačana proizvodnja koja je zasitila i preplavila tržište te uzrokovala osjetan pad cijena prema kraju godine potakla je zemlje članice OPEC-a i pridružene zemlje poznatije kao OPEC+ da se na posljednjem sastanku u 2018. odluče za smanjenje proizvodnje za 1,2 milijuna barela dnevno. Smanjena proizvodnja trebala bi biti aktivirana početkom godine s izuzetkom Rusije koja će smanjivati proizvodnju postepeno obzirom na klimatske uvjete u Rusiji zbog kojih nije moguće u zimskom periodu značajno smanjiti proizvodnju. Nadalje, Saudijska Arabija smanjila je svoju proizvodnju za 400 tisuća tona sirove nafte u prosincu prošle godine te je isto smanjenje najavila i za početak 2019. uz najavu kako će paziti da proizvodnja zemalja članica OPEC-a ne dovede do probijanja prosječne granice zaliha u posljednjih nekoliko godina. Razina proizvodnje OPEC-a u ovoj godini (uključujući i Katar koji je, nakon gotovo 60 godina članstva, napustio OPEC s 1. siječnjem 2019.) trebala biti na razini od 31,7 milijuna barela dnevno dok je procijenjena potražnja od strane IEA (International Energy Agency) 31,3 milijuna barela dnevno u 2019. Navedeno upućuje kako će tržište i u ovoj godini biti prezasićeno. Međutim, treba uzeti u obzir da će se iranski izvoz smanjivati, a očekuje se i nastavak pada proizvodnje u Venezueli. Isto tako kanadske vlasti upozorile su svoje naftne proizvođače kako moraju od početka iduće godine smanjiti svoju proizvodnju uslijed problema s kapacitetima.

Uz sve navedeno očekuje se i rast američke proizvodnje nafte iz škrljevca koja bi prema procjenama EIA tijekom 2019. trebala biti na godišnjoj razini viša za oko 600 tisuća barela dnevno. Stoga očekujemo da će prosječna cijena sirove nafte tipa Brent u prvom tromjesečju u prosjeku biti na razini od 67 dolara po barelu (WTI 59 dolara po barelu) dok bi na razini 2019. prosječna cijena sirove nafte tipa Brent trebala biti 72 dolara po barelu (WTI 63 dolara po barelu). Ipak, potencijalno intenziviranje trgovinskih sukoba između Kine i SAD-a te posljedično slabljenje kineske potražnje uz usporavanje globalnog rasta ostaju rizici koji bi mogli povući cijene sirove nafte prema nižim razinama.

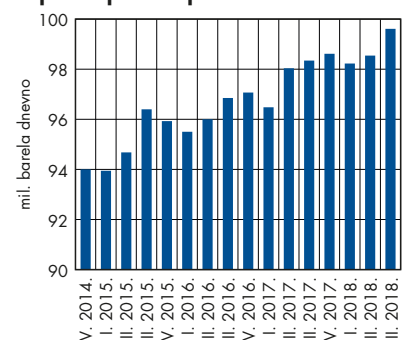
Marijana Cigić, Hannes Loacker\*  
\*Raiffeisen Bank International

### Cijene sirove nafte (isporuke sljedeći mjesec)



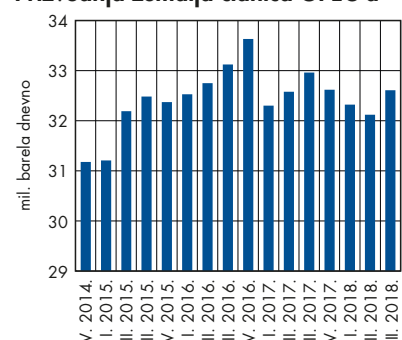
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Svjetska potražnja za sirovom naftom



Izvori: IEA, Raiffeisen istraživanja

### Proizvodnja zemalja članica OPEC-a



Izvori: IEA, Raiffeisen istraživanja

### Prognoze kretanja cijena sirove nafte, dolara po barelu

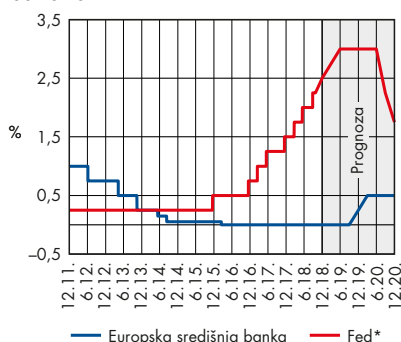
	II. 19.	III. 19.	IV. 19.	I. 20.	II. 20.
Brent	74	75	70	70	71
WTI	66	62	63	64	66

Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

# FED na vrhuncu, ESB na početku ciklusa podizanja kamatnih stopa

- Euro područje: visoka likvidnost i niske kamatne stope tijekom cijele 2019.
- SAD: nadomak neutralne kamatne stope uz daljnje smanjivanje bilance

## Referentne kamatne stope središnjih banaka



\* prognoza pod revizijom  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Prognoze kretanja kamatnih stopa na novčanom tržištu (%)

Eurozona	I. 19.	II. 19.	III. 19.	IV. 19.
ESB referentna kamatna stopa	0,00	0,00	0,00	0,25
Depozitna stopa	-0,40	-0,40	-0,25	0,00
Euribor 1mj.	-0,35	-0,30	-0,15	0,10
Euribor 3mj.	-0,30	-0,20	-0,05	0,20
Euribor 6mj.	-0,20	-0,10	0,05	0,30
Euribor 12mj.	-0,05	0,10	0,30	0,50
10-god. prinos	0,50	0,70	0,90	0,90

Izvor: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

## Ekonomski pokazatelji u SAD-u i Eurozoni

Eurozona	SAD		Eurozona	
	2019.f	2020.f	2019.f	2020.f
Realni BDP (% yoy)	2,3	0,5	1,5	1,3
Inflacija (% yoy)	2,5	2,3	1,5	1,7
Temeljna inflacija (% yoy)	2,0	2	1,4	1,7
Stopa nezaposlenosti (%)	3,5	4,0	7,8	7,4
Zaposlenost (% yoy)	1,3	0,5	1,0	0,7
Tekući račun (% BDP-a)	2,3	2,0	2,7	2,3

Izvor: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Na svom posljednjem sastanku sredinom prosinca ESB objavila je očekivanu odluku o prestanku neto kupnji vrijednosnica u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira. Odluka je bila očekivana bez utjecaja na tržište i s njom se nije ništa promijenilo u karakteru monetarne politike. U uvjetima skromne inflacije, a uz naznake usporavanja gospodarstva euro područja, monetarna politika ostaje ekspanzivna temeljena na povijesno niskim referentnim kamatnim stopama uz nastavak nestandardnih mjera monetarne politike odnosno nastavak reinvestiranja glavnice dospjelih vrijednosnica kupljenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira. Navedeno predmnijeva visoku likvidnost i niske kamatne stope tijekom cijele 2019. budući da se početak ciklusa podizanja kamatnih stopa ne očekuje prije kraja 2019. Štoviše, tijekom cijelog razdoblja glavna stopa refinanciranja ostat će na 0%, a s obzirom na ogromnu količinu likvidnosti u sustavu stopa na novčane depozite, a koja se obračunava na sredstva koje banke polažu kod središnje banke, trebala bi ostati praktični orijentir tržišnih sudionika. Ona će ostati u negativnom teritoriju sve do kraja 2019. S druge strane prijenos mjera monetarne politike na inflaciju ostaje ograničen. Naime, iako se godišnja stopa inflacije približila ciljanoj vrijednosti od 2%, učinak transmisijskog mehanizma na temeljenu stopu inflacije (koja isključuje volatilne cijene energije, hrane, alkohola i duhana) ostaje ograničen budući da se ona tvrdoglavo zadržava oko 1%. Ipak, manjak radne snage diljem EU implicira nastavak pritiska na rast plaća što može temeljnu inflaciju pogurati prema višim razinama. Uz pretpostavku zadržavanja osnovne stope inflacije blizu 2% takva kretanja motivirala bi središnju banku na daljnju normalizaciju monetarne politike kroz početak podizanja depozitne stope. U takvim procjenama treba zadržati opreznost budući da posljednji makroekonomski pokazatelji ukazuju na usporavanje rasta euro područja, dok je oporavak cijena sirove nafte (energije) neizvjestan. Reinvestiranje dospjelih glavnica vrijednosnica u portfelju ESB-a nastaviti će se još najmanje dvije godine, što u prosjeku znači 25 mlrd eura mjesečno od čega se 15 mlrd eura odnosi na reinvestiranje unutar programa kupnje vrijednosnih papira javnog sektora (eng. public sector purchase programme, PSPP). Posljedično likvidnost u sustavu tijekom cijelog razdoblja ostat će visoka neutralizirajući potencijalni učinak rasta prinosa i kamatnih stopa koji bi mogao proizaći iz može bitnog povećanja referentnih kamatnjaka. APP program povukao je otprilike 25% ukupnog volumena na obvezničkom tržištu te 30% na tržištu državnih obveznica umanjujući ponudu privatnim investitorima koji se onda preusmjeravaju u rizičnija ulaganja uzrokujući pad premije rizika i na ostalim tržištima. S druge strane Atlantika Fed se polako primiče kraju ciklusa podizanja kamatne stope uz daljnje smanjivanje svoje bilance. Raspon referentnog kamatnjaka u SAD-u nakon četiri podizanja u 2018. dosegno je 2,25 – 2,50%. Kako se referentna kamatna stopa približava neutralnoj razini odluka i vrijeme daljnjeg podizanja biti će pod utjecajem ekonomskih kretanja. Unatoč solidnim pokazateljima s tržišta rada, početak 2019. donio je i niz ekonomskih pokazatelja koji upozoravaju na mogućnost usporavanja gospodarstva. Uz to ekonomske posljedice blokade američke Vlade još uvijek su neizvjesne. Stoga je sve izglednije da se očekivano podizanje referentne kamatne stope u ožujku odgodi. U takvim uvjetima i prinosi na američkom tržištu imaju ograničen prostor za rast.

Zrinka Živković Matijević

## Pad CROBEX-a u 2018. manji od prethodne godine

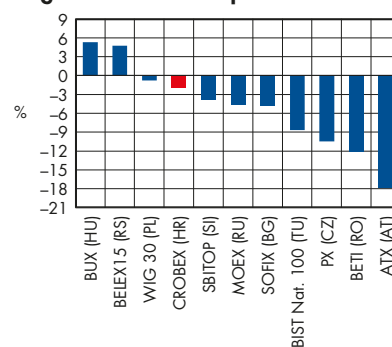
- U četvrtom tromjesečju povrat CROBEX-a iznad prosjeka regije
- Na kraju 2018. dionice četiri društva u Vodećem tržištu Zagrebačke burze
- U očekivanju dobrih povrata poljskog, češkog i mađarskog tržišta u prvom tromjesečju 2019.

Većina indeksa regionalnih tržišta ostvarila je negativne povrate u četvrtom tromjesečju uz iznimku mađarskog i srpskog dioničkog tržišta. Povrat CROBEX-a od -2,1% je veći od prosjeka povrata u regiji koji je iznosio -5%. Rezultati su potaknuti globalnim kretanjima odlaska kapitala iz dionica u obveznice te očekivanju usporavanja gospodarstava zapadne Europe na koje se naslanjaju te ekonomije. Indeks ruskog tržišta kapitala je u četvrtom tromjesečju ostvario minus od 4,6% potaknut padom cijena nafte, a na godišnjoj razini za 2018. je ostvario povrat od 12%. U prvom tromjesečju za rusko tržište kapitala ostaje pojačan rizik uvođenja američkih sankcija s obzirom da se nisu realizirale u zadnjem tromjesečju 2018., te stoga očekujemo ispodprosječni povrat za to dioničko tržište u prvom tromjesečju 2019.

Na češkom tržištu očekujemo da će investicije biti ključ rasta te zbog maksimalne zaposlenosti i izloženosti većoj inflaciji očekujemo podizanje tržišne kamatne stope u prvom tromjesečju 2019. Porast ukupne dobiti dioničkog indeksa za 2019. koja je na razini od 5,1% smatrano relativno skromnom te u prvom tromjesečju očekujemo pozitivan povrat dioničkog indeksa. Sličan razvoj situacije očekujemo na poljskom i mađarskom tržištu čiji rast gospodarstava očekujemo na razini od 3,6% odnosno 3,4% godišnje u 2019. Vrednovanja dioničkih tržišta kroz očekivane zarade za 2019. ocjenjujemo primamljivim te za prvo tromjesečje očekujemo dobre povrate tih dioničkih tržišta.

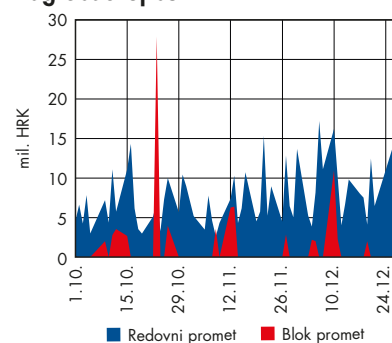
Likvidnost domaćeg tržišta kapitala se u četvrtom tromjesečju 2018. povećala pa je ukupni dionički promet veći za 14% s obzirom na prethodno tromjesečje koje je imalo četiri radna dana više. Prosječni ukupni dionički promet po danu u četvrtom tromjesečju je iznosio 9,2 mil. kuna, te je veći čak za 21% nego u prethodnom tromjesečju kada je iznosio 7,6 mil. kuna po danu. Porast prometa po danu se realizirao kroz porast redovnog prometa od 31% dok je tromjesečni promet blok transakcijama ostvario pad od 31%. Tako se značajan dio zauzimanja pozicija investitora u prošlom tromjesečju vršio preko redovnog prometa. Redovni dionički promet u četvrtom tromjesečju dosegnuo je 456 mil. kuna i najviši je tromjesečni promet u posljednja četiri tromjesečja. No zadnja tromjesečja u godini su inače bogatija prometom dok je promet četvrtog tromjesečja u 2018. ipak za 5% manji od istog tromjesečja u 2017. Godišnji pad CROBEX-a u 2018. od 5,1% je manji od 2017. godine kada je CROBEX ostvario minus od 7,6% potaknut krizom u Agrokoru. Isto tako kada se uračunaju dividende isplaćene u 2018. gubitak je ublažen, što je vidljivo iz indeksa CROBEXtr čije je

### Regionalni indeksi – prinosi\*



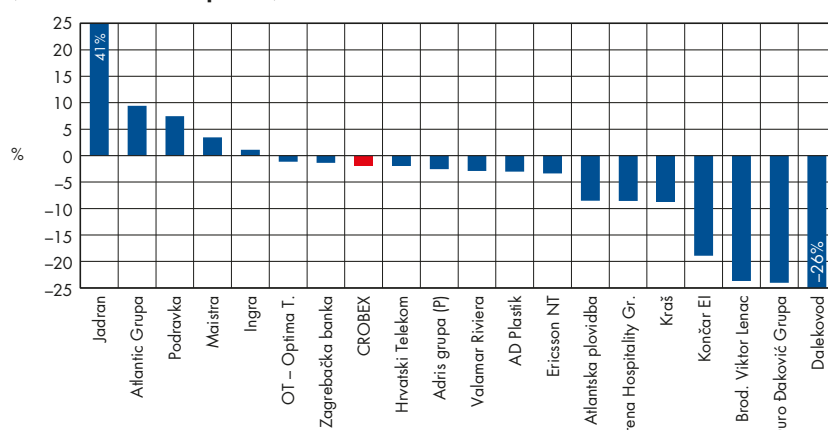
\* u lokalnoj valuti na datum 31.12.2018. (18:30 sati)  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Dnevni promet dionicama na Zagrebačkoj burzi



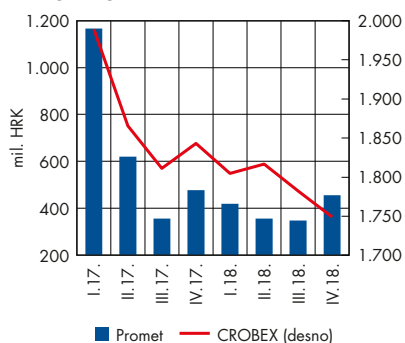
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Povrati CROBEX sastavnica u četvrtom tromjesečju 2018. (dividende nisu uključene)\*



\* povrati izračunati na datum 28.12.2018. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

## Tromjesečni redovni promet dionicama i CROBEX na kraju tromjesečja

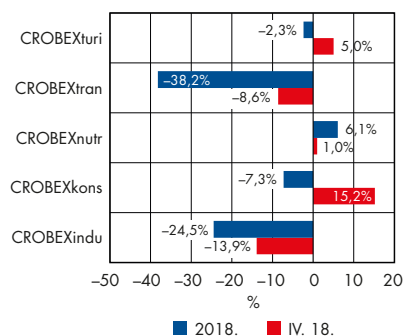


Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

vrijednost za 2018. 2,8% niža. Početak procesa izvanredne uprave u Agrokoru rezultirao je značajnijim padom likvidnosti tržišta u 2017. godini te je promet u četvrtom tromjesečju 2018. čak 61% manji od redovnog prometa iz prvog tromjesečja 2017. Usprkos rastu likvidnosti ne očekujemo da u 2019. godini bude ostvarena razina likvidnosti iz razdoblja prije pada Agrokoru.

Na dugoročno povećanje likvidnosti domaćeg tržišta kapitala će utjecati povećanje razine transparentnosti i standarda korporativnog upravljanja na kojem je Zagrebačka burza u 2018. godini radila uvođenjem novih pravila kojima su izmijenjeni uvjeti za uvrštenje u Vodeće tržište. Izdavatelji su pokazali interes prijavom u taj najzahtjevniji tržišni segment Burze te su tako na kraju 2018. u Vodeće tržište bile uvrštene dionice čak četiri društva – Atlantic Grupe, Arena Hospitality Group-e, AD Plastika te Podravke. Očekujemo da se još nekoliko izdavatelja pridruže toj tržišnoj kotaciji koja je primjer najbolje tržišne prakse, te bi izdavateljima i cjelokupnom tržištu trebala omogućiti veću prepoznatljivost kod ulagatelja.

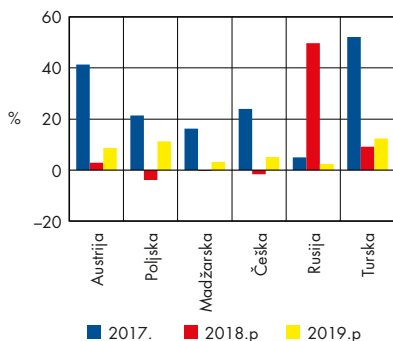
## Povrati sektorskih indeksa



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Društva čije dionice su ostvarile rast u četvrtom tromjesečju su između ostalog pokazale i dobre financijske rezultate. Društva u prehrambenom sektoru, Atlantic Grupa i Podravka, pokazala su značajan porast operativne profitabilnosti te se očekuje da nastave poslovanje s postojećim operacijama na sličnim razinama efikasnosti. Razduživanjem se tim društvima otvara mogućnost za ostvarenje rasta spajanjima i akvizicijama te postoji vjerojatnost da društva u sljedećoj godini preuzmu neko drugo društvo koje posluje u njihovim osnovnim djelatnostima na tržištima na kojima su društva aktivna. U tom slučaju bi dio rasta prihoda od prodaje mogao biti ostvaren anorganski i prihodi od prodaje bi u tom slučaju mogli dosegnuti i dvoznamenkaste stope rasta. S druge strane organski rast očekujemo na nižim razinama, a očekuje se da će i neke kategorije na godišnjoj razini ostvariti negativne stope rasta. Nastavak rasta dolazaka turista će podržati potražnju za pojedinim kategorijama prehrambenih proizvoda na domaćem tržištu, no s obzirom da ta društva veći dio prihoda ostvaruju na stranim tržištima ostaje za vidjeti kako će se potražnja za njihovim proizvodima razvijati na stranim tržištima. Od turističkih dionica Jadran i Maistra su ostvarili rast u četvrtom tromjesečju 2018. što je rezultiralo rastom sektorskog indeksa CROBEXturi od 5%. No dionica Valamar Riviere, koja ima peti najveći težinski udio u indeksu CROBEX od čak 9%, je u četvrtom tromjesečju ostvarila pad cijene od 4,9%. U četvrtom tromjesečju sektorski indeks građevinarskih društava je ostvario rast od 15,2% potaknut rastom cijene Ingre dok je druga sastavnica sektorskog indeksa, Dalekovod, ostvarila u tromjesečju najveći pad cijene od svih dionica. CROBEXkonstrukt je na razini 2018. ostvario pad od 7,3%. Uz dionice Maistre i Ingre koje su također porasle i na godišnjoj razini 7,1% odnosno 1,1%, u 2018. godini rast je ostvarila i dionica AD Plastika (+4,1%). U prvih devet mjeseci 2018. godine konsolidirani rezultati društva pokazali su rast prodaje od 21% i rast dobiti od 44% na godišnjoj razini te da poslovanje ide u dobrom smjeru. U 2018. je jedino sektorski indeks prehrambenih proizvođača porastao te je rastom od 6,1% znatno nadmašio ostale sektore. Dobar povrat tog sektorskog indeksa je između ostalog podržan i značajnim interesom domaćih mirovinskih fondova od kojih je u četvrtom tromjesečju 2018. PBZ-CO nastavila s kupovinom dionica Podravke, te je obavijestila da je s krajem godine prešla prag od 15% udjela u društvu.

## Očekivani porast dobiti dioničkih indeksa regije



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

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

APP – eng Asset Purchase Programmes – program kupnje vrijednosnica ESB-a

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 21. siječnja 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 28. siječnja 2019. u 8:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 28. siječnja 2019. 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.

Ekonomski i financijski istraživanja je organizacijska jedinica RBA.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Prilikom objave analize, preporuka je određena koristeći gore definirane 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 sudjele u izradi ove publikacije te s njima povezane osobe drže ili trguju financijskim instrumentima u iznosima koji premašuju 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja ili posluju sa subjektima iz sektora na koje se ova publikacija odnosi. Međutim, RBA je primjenom mjera zaštite povjerljivosti i sprečavanja sukoba interesa u razumnoj mjeri osigurala da takva okolnost ni na koji način nije utjecala na bilo što navedeno u ovoj publikaciji.

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

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

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

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

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

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

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

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