

RBAanalyze

broj 73
travanj 2019.

Povratak u investicijski rejting

- Niska inflacija, stabilan tečaj
- Snažan pad nezaposlenosti, blagi rast zaposlenosti
- Prinosi na povijesno niskim razinama
- Rast cijena sirove nafte



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Maurizio De Mattei

www.rba.hr

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Konačno u investicijskom razredu	5
--	---

Realni sektor

Unatoč usporavanju, kratkoročni izgledi povoljni	6
--	---

Tržište rada

Zamjetan pad nezaposlenosti – umjeren rast zaposlenosti	7
---	---

Platna bilanca, inozemni dug

Nastavljeno smanjenje vanjske ranjivosti	9
--	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Uz nižu inflaciju i stabilan tečaj monetarna politika nepromijenjena	10
--	----

Fiskalna politika i tržište duga

Povratak u društvo s investicijskim rejtingom	11
---	----

Financijski sustav

Ubrzava rast gotovinskih nenamjenskih kredita	14
---	----

Nafta

Izraženiji pritisci na cijene sirove nafte	15
--	----

Politike središnjih banaka

Središnje banke bez promjena kamatnjaka u 2019.	16
--	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.e	2020.f	2021.
BDP i proizvodnja									
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)	43.787	43.435	44.610	46.638	48.991	51.365	53.780	55.734	57.412
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.288	10.254	10.531	11.094	11.782	12.537	13.220	13.795	14.310
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	-1,0	0,5	2,0	1,5
Cijene, nezaposlenost i proračun									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,2	0,8	1,5	1,8	1,5
% , prosjek	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	1,0	1,5	1,8
Proizvođačke cijene ¹ , %, 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	1,3	1,5	2,2
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	20,2	19,6	17,0	14,8	12,1	9,7	9,1	8,5	8,2
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	17,4	17,3	16,3	13,1	11,2	8,4	8,1	7,8	7,5
Prosječna neto plaća, u HRK	5.515	5.534	5.594	5.685	5.984	6.241	6.521	6.723	6.750
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-5,3	-5,1	-3,4	-0,9	0,9	0,2	-0,5	-1,0	-0,8
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	266,6	278,4	284,2	281,7	283,3	278,7	279,2	280,3	281,6
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	80,4	84,0	83,7	80,5	77,8	74,1	70,3	68,1	66,0
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	30.386
% promjena	2,5	4,8	9,1	6,1	10,4	5,5	6,0	4,7	3,2
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	18.599	18.852	20.442	21.456	24.073	25.550	27.339	28.569	29.283
% promjena	2,6	1,4	8,4	5,0	12,2	6,1	7,0	4,5	2,5
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	1,0	2,0	4,5	2,6	3,7	2,6	2,0	1,8	2,1
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706	17.438	17.800	18.000	18.200
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	8,3	8,1	8,0	7,6	7,8	8,2	7,8	7,6	7,5
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	738	2.300	192	1.763	1.782	1.058	2.300	2.000	1.500
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	40,2	38,8	38,5	39,5	41,0
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	104,6	106,8	101,7	89,3	82,1	75,4	71,6	70,9	71,4
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	244,1	235,9	211,4	182,9	160,0	146,4	136,9	134,2	134,9
Financijski pokazatelji									
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,55	6,30	6,99	6,99	6,27	6,47	6,34	5,94	5,60
pr, USD/HRK	5,71	5,75	6,86	6,80	6,62	6,28	6,49	6,12	5,76
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,64	7,66	7,64	7,56	7,44	7,41	7,42	7,42	7,45
pr, EUR/HRK	7,57	7,63	7,61	7,53	7,46	7,42	7,40	7,40	7,43
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	57,9	63,4	70,7	83,5	99,4	120,0	125,1	128,2	131,2
% promjena	11,5	9,6	11,4	18,1	19,1	20,7	4,3	2,5	2,3
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	264,9	273,3	287,4	300,9	307,2	324,0	334,7	342,1	347,2
% promjena	4,0	3,2	5,1	4,7	2,1	5,5	3,3	2,2	1,5
Plasmani, mlrd. HRK, kr	240,8	237,0	230,0	221,5	218,9	223,2	227,9	232,5	236,9
% promjena	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,0	2,1	2,0	1,9
ZIBOR 3m, %, pr	1,5	1,0	1,2	0,9	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	2,7	1,8	1,9	1,4	0,8	0,1	0,1	0,1	0,2

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

	2017.	2018.	2019.e	2020.f
Poljska	2,0	1,7	1,8	2,4
Mađarska	2,4	2,8	2,7	2,2
Češka	2,5	2,1	2,3	1,6
Slovačka	1,3	2,5	2,3	2,0
Slovenija	1,6	1,9	1,7	1,7
SE	2,1	2,0	2,1	2,1
Hrvatska	1,1	1,5	1,0	1,5
Bugarska	2,1	2,8	3,1	3,4
Rumunjska	1,3	4,6	3,6	2,9
Srbija	3,2	2,0	2,2	2,4
BiH	1,3	1,4	1,3	1,1
Albanija	2,0	2,0	2,0	2,8
JIE	1,6	3,4	2,8	2,6
Rusija	3,4	3,0	4,7	4,1
Ukrajina	14,4	10,9	8,3	7,7
Bjelorusija	6,0	4,9	5,7	6,0
IE	4,3	3,6	5,0	4,4
SIE	3,2	3,1	3,7	3,4
Austrija	2,2	2,1	1,9	1,8
Njemačka	1,7	1,9	1,5	1,7
Eurozona	1,5	1,8	1,3	1,3
SAD	2,1	2,5	2,2	2,3

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

	2017.	2018.	2019.e	2020.f
Poljska	5,4	7,3	5,9	4,2
Mađarska	16,8	15,4	5,2	-5,0
Češka	3,3	10,1	5,4	3,5
Slovačka	3,4	6,8	2,0	1,0
Slovenija	10,7	10,6	n.v.	n.v.
SE	6,5	9,1	5,1	2,3
Hrvatska	3,8	4,1	6,2	5,0
Bugarska	3,2	6,5	5,0	4,8
Rumunjska	3,5	-3,2	3,0	2,5
Srbija	7,3	8,0	11,0	11,0
BiH	8,9	7,0	7,0	6,5
Albanija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
JIE	4,5	2,6	5,7	5,5
Rusija	3,9	1,0	4,6	4,1
Ukrajina	3,6	2,3	2,5	2,5
Bjelorusija	16,1	n.v.	n.v.	n.v.
IE	5,0	7,0	7,0	n.v.
SIE	3,9	1,0	4,6	4,1
Austrija	3,9	3,3	2,0	1,5
Njemačka	3,6	2,7	n.v.	n.v.
Eurozona	2,9	3,1	1,9	0,7
SAD	4,8	5,3	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2017.	2018.	2019.e	2020.f
Poljska	50,6	49,4	48,2	47,8
Mađarska	72,1	71,4	69,8	68,0
Češka	34,7	31,1	30,4	30,0
Slovačka	50,9	48,7	47,3	46,1
Slovenija	74,1	69,7	66,7	63,8
SE	51,2	49,4	48,1	47,3
Hrvatska	77,8	74,1	70,3	68,1
Bugarska	25,1	22,1	23,0	24,0
Rumunjska	35,2	35,1	36,1	37,9
Srbija	59,2	55,8	50,1	47,5
BiH	37,1	37,0	37,5	38,5
Albanija	69,9	69,0	66,5	65,0
JIE	32,2	31,0	30,7	30,4
Rusija	13,0	13,0	13,2	13,2
Ukrajina	68,0	59,9	59,5	56,5
Bjelorusija	39,3	35,2	38,0	37,0
IE	17,8	17,0	17,3	17,0
SIE	31,7	30,8	30,1	29,7
Austrija	78,4	73,8	70,8	68,1
Njemačka	63,9	60,2	56,7	53,7
Eurozona	86,8	84,9	83,0	80,9
SAD	105,6	106,0	107,0	108,0

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2017.	2018.	2019.e	2020.f
Poljska	72,6	72,6	67,1	55,0
Mađarska	86,7	80,7	75,3	69,8
Češka	89,3	82,9	80,4	78,2
Slovačka	97,9	110,0	106,6	105,2
Slovenija	101,9	92,6	87,2	84,5
SE	67,8	65,6	61,5	25,3
Hrvatska	82,1	75,4	71,6	70,9
Bugarska	63,1	59,3	57,2	59,4
Rumunjska	51,9	48,7	49,4	50,0
Srbija	65,7	59,3	56,1	53,3
BiH	54,3	54,5	54,7	56,1
Albanija	67,5	61,5	56,4	54,1
JIE	59,4	55,4	54,5	54,8
Rusija	29,3	31,5	31,5	30,0
Ukrajina	102,9	89,4	79,7	70,3
Bjelorusija	73,3	65,4	64,1	60,5
IE	35,4	36,7	36,4	34,5
SIE	48,9	48,8	47,2	34,1
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	124,4	122,6	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjeak)

	2017.	2018.	2019.e	2020.f
Poljska	4,26	4,26	4,31	4,30
Mađarska	309,27	318,76	320,16	320,00
Češka	26,33	25,65	25,89	26,44
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
Hrvatska	7,46	7,42	7,40	7,40
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,57	4,65	4,76	4,85
Srbija	121,35	118,24	118,76	120,30
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	134,16	127,59	124,51	126,00
Rusija	65,92	74,04	76,62	82,28
Ukrajina	30,04	32,10	32,03	34,49
Bjelorusija	2,18	2,41	2,47	2,68
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	euro	euro	euro	euro
SAD	1,13	1,18	1,14	1,21

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Rejting*

	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	A-	A2	A-
Mađarska	BBB-	Baa3	BBB-
Češka	AA-	A1	AA-
Slovačka	A+	A2	A+
Slovenija	A+	Baa1	A-
Hrvatska	BBB-	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	AAA	AAA	AAA
SAD	AA+	Aaa	AAA

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

Konačno u investicijskom razredu

Uz nastavak rasta gospodarstva 2019. bit će obilježena povratkom Hrvatske u investicijski rejting. Do sada je to isključivo ocjena Standard & Poor's agencije ali očekujemo da će navedeni potez slijediti i ostale dvije agencije potvrđujući da se Hrvatska nakon gotovo desetljeća vratila u društvo država "adekvatne kreditne kvalitete". Takve ocjene bit će posljedica solidnih pokazatelja fiskalne politike, smanjenja vanjske ranjivosti, nastavka rasta gospodarstva te očuvane političke stabilnosti. Odluka S&P agencije uslijedila je nedugo nakon odluke Europske komisije da Hrvatska više nije u prekomjernoj neravnoteži. Uz to, aspiracije i strateško opredjeljenje za prihvatanje eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja zasigurno su blagonaklono utjecali na posljednju odluku. Hrvatska vlada i središnja banka, barem prema najavama, trebali bi u lipnju poslati pismo namjere prema Bruxellesu u kojem izražavaju interes za ulazak za euro područje. Sastavni dio te omotnice trebao bi biti popis reformskih mjera na koje bi se Hrvatska obvezala s ciljem da se nominalno ispunjenje ekonomskih kriterija učini održivim. Naime, u konačnici cilj uključenja u euro područje trebala bi biti realna konvergencija odnosno jednostavno rečeno podizanje kupovne moći i blagostanja pojedinice članice.

Važnost reformskih mjera ogleda se i u posljednjem Komisijinom Izvješću o Hrvatskoj u kojem analiza preporučenih i nužnih mjera za stvaranje održivosti i snažnijeg rasta ocjenjuje njihovu provedbu parcijalnom i sporom. Upravo slabost i sporost u rješavanju strukturnih unutarnjih problema može objasniti zašto Hrvatska unatoč rastu, komparativno zaostaje za ostalim usporedivim državama članicama i zašto se na ljestvicama konkurentnosti ne vidi značajnijih pomaka. Jačanje institucionalnog okruženja i vladavine prava uz suočavanje i rješavanje problema ljudskog kapitala bit će ključan korak u podizanju stopa rasta i postizanju održivosti i rasta i razvoja. Dakle, unatoč kratkoročno pozitivnim izgledima, kod ocjene srednjoročnih izgleda treba biti oprezan.

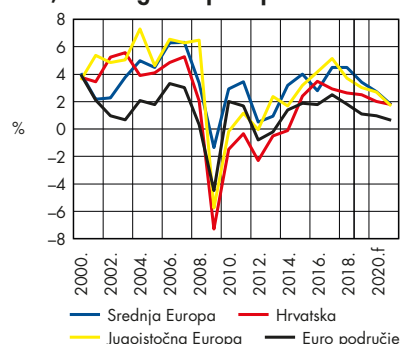
Rast u 2019. strukturno se neće puno izmijeniti, već će se kao i u prošloj godini temeljiti uglavnom na domaćoj potražnji, u prvom redu osobnoj potrošnji, ili gledajući na strani ponude na djelatnosti vezane uz trgovinu i turizam. Naravno, očekujemo nastavak rasta i informacija i telekomunikacija. Očekivani nastavak rasta građevinarstva sa strane ponude (i stanogradnje i ostalih građevina) održavat će rast investicija sa strane potražnje. Investicije, osobito javne, još jednom će uvelike ovisiti o sposobnosti privlačenja sredstava iz EU fondova gdje je stopa povlačenja još uvijek preniska.*

Rizici koji prijete iz vanjskog okruženja, i mogu biti vidljivi iz uspoređivanja izvoza vjerojatno će nadomješteni unutarnjim rezervama. Naime, osobna potrošnja oslobođena na rast plaća, rast kreditiranja, relativno visoke individualne priljeve deviza od turizma i smanjenje nezaposlenosti podržavat će potrošački optimizam.

Uz to strah od podizanja kamatnih stopa nema, budući da je sasvim izgledno zadržavanje izrazito ekspanzivne politike i ESB-a i HNB-a barem tijekom 2019. godine. Navedeno se odvija u uvjetima stabilnog tečaja kune u odnosu na euro i umjerene do niske inflacije.

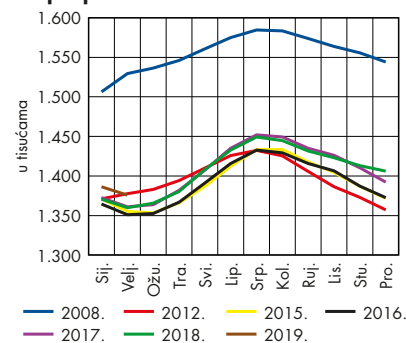
Zrinka Živković Matijević

BDP, realne godišnje stope rasta



Izvori: DZS, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Broj zaposlenih



Izvori: HZZ, Raiffeisen istraživanja

Kreditni rejting Republike Hrvatske*

	Dugoročno zaduživanje			
	Strana valuta		Domaća valuta	
	Ocj.	Trend	Ocj.	Trend
Fitch Ratings	BB+	Poziti-	BB+	Poziti-
		van		van
Moody's	Ba2	Stabi-	Ba2	Stabi-
		lan		lan
Standard & Poor's	BBB-	Stabi-	BBB-	Stabi-
		lan		lan

* Na dan 16. travnja 2019.

Izvori: HNB, rejting agencije, Raiffeisen istraživanja

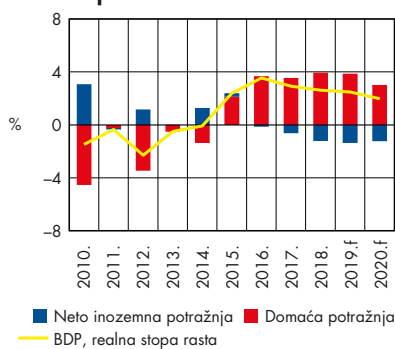
*Od preko 12,1 mlrd eura planiranih sredstava do sada je alocirano 64%, a potrošeno svega 17% (2,1 mlrd eura).



Unatoč usporavanju, kratkoročni izgledi povoljni

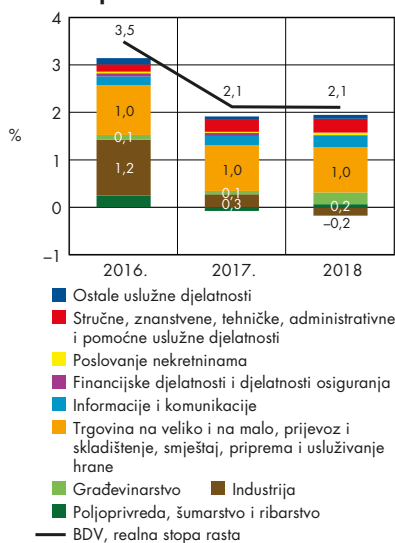
- Osobna potrošnja predvodnik rasta
- U očekivanju snažnijeg doprinosa investicija

BDP i doprinosi rastu



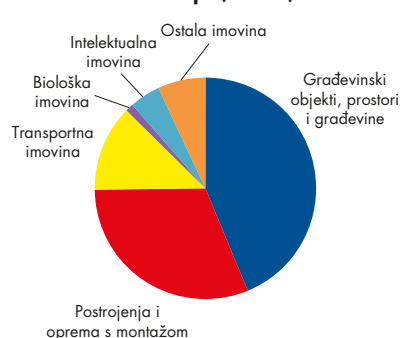
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

BDV i doprinosi rastu



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Struktura investicija (2017.)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

U skladu s očekivanjima gospodarstvo je nastavilo lagano ali sigurno usporavati prema kraju prošle godine pa smo 2018. zaključili s nešto nižom stopom gospodarskog rasta. Naoko solidna stopa rasta BDP-a komparativno i dalje zaostaje za usporedivim državama. Rast izvoza roba i usluga polako usporava, ali zbog snažne osobne potrošnje i jačanja investicija, uvozna ovisnost i aktivnost poništava pozitivan utjecaj izvoza. Strukturne slabosti osobito su vidljive sa strane ponude gdje su djelatnosti prerađivačke industrije po prvi puta nakon četiri godine zabilježile pad, dok jača utjecaj trgovine i turizma. Slična struktura i dinamika nastavit će se i u 2019. pa optimizam uslijed očekivanog nastavka rasta, solidnih rezultata u fiskalnoj politici (zbog oslonjenosti na potrošnju i jačanje domaće valute) te daljnjeg smanjivanja vanjske ranjivosti treba uzeti s oprezom. Naime, ovisnost o turizmu i povezanim djelatnostima razmjeno je visoka u apsolutnim i relativnim omjerima, a model je održiv sve dok se Hrvatska percipira kao sigurna i atraktivna destinacija. Prema posljednjem izvješću Europske komisije Hrvatska više nije u prekomjernoj neravnoteži ali analiza provedbe preporučenih i nužnih mjera za stvaranje održivosti i snažnijeg rasta ostaje parcijalna i spora.

U 2019. očekujemo nastavak rasta gospodarstva uz tek blago usporavanje osobne potrošnje budući da je raspoloživi dohodak kućanstava potpomognut rastom plaća i zaposlenosti, niskom stopom inflacije, turizmom i niskim troškovima financiranja. Takvi uvjeti potiču potrošački optimizam pa je rast gotovinskog kreditiranja izgledan i u 2019. unatoč preporukama središnje banke da se obuzda kreditiranje ovim kreditima. Oni su s jedne strane lakši i pristupačniji, ali i zamjetno rizičniji. Negativan doprinos inozemne potražnje, zbog slabljenja izvoza i jačanja uvoza, bit će 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. Međutim, kapacitet privlačenja i provedbe ulaganja ostaje nizak zbog rascjepkanosti javne uprave, ogromnih teritorijalnih razlika u Hrvatskoj te nedovoljnih administrativnih kapaciteta*. Suprotno tome javne investicije podržane su činjenicom da se približavaju izbori što u pravilu motivira osobito lokalnu i regionalnu samoupravu na dodatna ulaganja.

Rizici kratkoročnih projekcija su uravnoteženi. Osobna potrošnja i izvoz usluga mogu nadmašiti očekivanja osobito u slučaju jačeg pritiska na rast plaća te bolju turističku sezonu. 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, i značajnije usporavanje vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske moglo bi posredno nepovoljno djelovati na domaća gospodarska kretanja.

Zrinka Živković Matijević

* za detaljniju statistiku pogledati <https://cohesiondata.ec.europa.eu/countries/HR>

Zamjetan pad nezaposlenosti – umjeren rast zaposlenosti

- Što se krije iza statistike...
- poboljšanja na tržištu rada ili....?

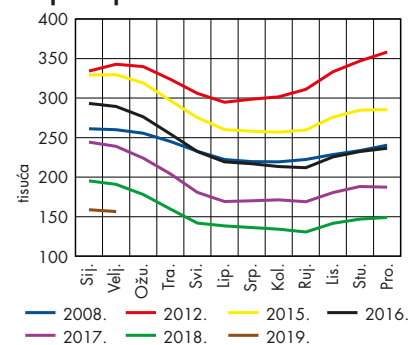
Početkom 2019. nastavila su se povoljna kretanja na tržištu rada, iako nešto slabijim intenzitetom u usporedbi s krajem 2018. Broj registriranih nezaposlenih osoba nastavio se smanjivati uz dvoznamenkaste stope pada. Nastavak pada broja nezaposlenih osoba u evidenciji HZZ pri tome je u većoj mjeri posljedica brisanja iz evidencije zbog ostalih razloga poput nepridržavanja zakonskih odredbi, odjava s evidencije i ne javljanje i sl. Ukupan broj osoba koje nisu iz evidencije nezaposlenih izišle na temelju zapošljavanja relativno je visok te i u prva dva mjeseca ove godine čini oko 37% ukupnog broja izašli iz evidencije. Kontinuirano snažnije smanjenje broja nezaposlenih osoba uz blaži pad broja aktivnog stanovništva rezultira i smanjenjem registrirane stope nezaposlenosti. Ona je u 2018. godini zabilježila povijesno najnižu stopu spustivši se ispod 10%. Blagi povratak iznad navedene razine u prva dva mjeseca ove godine posljedica je tek sezonalnosti tržišta rada i ne predstavlja početak negativnog trenda. Štoviše razmjerno povoljni trendovi kod registrirane nezaposlenosti trebali bi se nastaviti i tijekom 2019.

Podaci o zaposlenosti zamjetno su skromniji i potvrđuju tek umjereni rast. I dok je prosječan broj nezaposlenih iz 2017. s 194 tisuće pao na 154 tisuće u 2018. (-20%) dinamika zapošljavanja prema konačnim podacima HZZ-a znatno je sporija. Naime, broj zaposlenih je u promatranom razdoblju u prosjeku viši tek za 1,6% ili nešto manje od 20 tisuća. Iako predmnijevamo nastavak umjerene zaposlenosti prve privremene podatke za početak 2019. godine treba uzeti s oprezom budući da jednostavno nisu usporedivi s konačnom statistikom iz 2018.

Konačni podaci prema NKD-u za 2018. ukazuju kako dvije djelatnosti koje zapošljavaju najveći broj djelatnika i čine udio od 17,6% odnosno 15,7% svih zaposlenih u pravnim osobama nisu zabilježile pozitivne promjene. Naime, prerađivačka industrija s najvećim udjelom ostvarila je usporavanje rasta broja zaposlenih pa je tako nakon godišnjeg povećanja od 2,2% u 2017. u prošloj godini ostvaren tek blagi rast od 0,1%. Istovremeno, Trgovina na veliko i na malo; popravak motornih vozila i motocikla je nakon rasta od 0,5% u 2017. u prošloj godini ostvarila pad od 0,4%.

Prava slika tržišta rada ostaje zamagljena ograničenjima spomenutih podataka. Naime, s obzirom da ne postoji zakonska obveza prijavljivanja na HZZ te se osobe mogu prijaviti kada se odluče za aktivno i sustavno traženje posla broj registriranih nezaposlenih ne daje pravu sliku o točnom broju nezaposlenih. Isto tako podaci DZS-a o broju zaposlenih u odnosu na broj osiguranika HZMO-a karakteriziraju zamjetna odstupanja te ih zbog razlika u definicijama zaposlene osobe i osiguranika nije moguće direktno uspoređivati. Naime, HZMO prikuplja podatke o broju osoba koje su obveznici plaćanja doprinosa za mirovinsko osiguranje, dok DZS prikuplja podatke o broju osoba koje su zaposlene temeljem ugovora o radu (na određeno i neodređeno vrijeme) pri čemu razliku čine kategorije osiguranika poput osoba na stručnom osposobljavanju bez zasnivanja radnog odnosa, samostalnih uplatitelja doprinosa, njegovatelja djece i invalida, pomoraca te izaslanih radnika. Tako je samo u prošloj godini broj osiguranika

Broj nezaposlenih



Izvori: HZZ, Raiffeisen istraživanja

Broj izišlih iz evidencije nezaposlenih



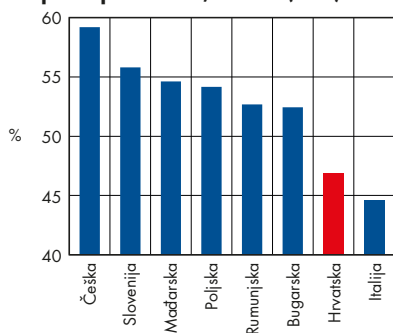
Izvori: HZZ, Raiffeisen istraživanja

Udio u ukupno zaposlenima (2018.)



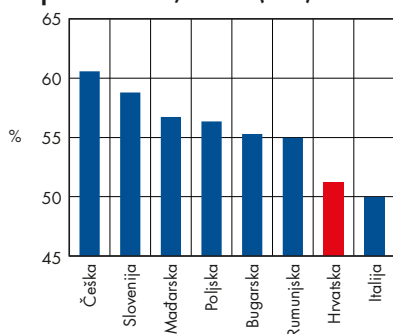
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Stopa zaposlenosti, 2018. (15+)



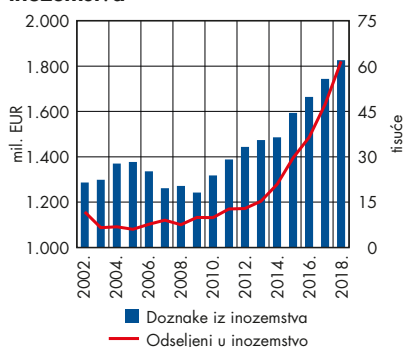
Izvori: eurostat, Raiffeisen istraživanja

Stopa aktivnosti, 2018. (15+)



Izvori: eurostat, Raiffeisen istraživanja

Odseljeni u inozemstvo i doznake iz inozemstva



Izvori: HNB, eurostat, Raiffeisen istraživanja

HZMO-a u prosjeku bio viši za oko 95 tisuća osoba (6,7%) u odnosu na podatke o broju ukupno zaposlenih (1,522 mil. u odnosu na 1,427 mil. osoba) dok pozitivne godišnje stope rasta prosječnog broja ukupno zaposlenih traju posljednjih dvije godine, a rast broja osiguranika posljednje četiri (0,7% u 2015., 1,9% u 2016. i 2017. te 2,3% u 2018.).

Cjeloviti podaci iz ankete o radnoj snazi (ILO) koji su međunarodno usporedivi potvrđuju pozitivne trendove pa tako stopa zaposlenosti (46,9%) raste posljednjih pet godina te je prosječan broj zaposlenih u 2018. iznosio 1,655 mil. što predstavlja godišnji rast od 1,8%. Blagi rast stope zaposlenosti nije bio dovoljan da se Hrvatska pridruži većini zemalja u okruženju čije stope iznose više od 50% (iako ni one nisu na zavidnoj razini) već se na začelju kolone nalazi tik ispred Italije čija stopa zaposlenosti je za 2,3pb niža u odnosu na Hrvatsku.

Uz zamjetan pad broja nezaposlenih osoba stopa nezaposlenosti pala je s 11,2% u 2017. na 8,3%, dok je aktivno stanovništvo zabilježilo pad od 1,2% (stopa aktivnosti pala je na 51,2%). Promotrimo li i udio aktivnog stanovništva u radno sposobnom stanovništvu (osobe starije od 15 godina) primjetno je da se Hrvatska nalazi pri kraju tablice što je djelomično odraz i kontinuiranog smanjenja broja radno aktivnog stanovništva. Naime, Hrvatsku poput drugih država Europe prati proces demografskog starenja stanovništva što se vidi u kontinuiranom smanjenju radno sposobnog stanovništva (devetu godinu za redom). Projekcije Europske komisije za razdoblje do 2070. godine "Izješće o starenju iz 2018." svrstava Hrvatsku u zemlje s izrazito negativnim trendovima prema kojima je projicirano smanjenje udjela radne populacije u ukupnoj populaciji (u dobi od 15 do 64 godine) s 66% u 2016. na 55,6% do 2070.

Uz navedeno osjetna je i emigracija najproduktivnijeg dijela radno sposobnog stanovništva potaknutog lakšim kretanjima ljudi na jedinstvenom tržištu EU-a. Prema posljednjim podacima DZS-a (2017.) intenzivnija stopa rasta broja odseljenih (od 30% godišnje) u odnosu na broj doseljenih u Hrvatsku (11,2% godišnje) pridonijela je rastu negativnog migracijskog salda na najvišu zabilježenu razinu (+41,6% godišnje). Promatrano prema dobnoj strukturi odseljenih u inozemstvo iseljavanje je najzastupljenije u populaciji staroj od 20–45 godina, koja je ujedno i radno najaktivnija te čini gotovo 50% ukupnih vanjskih migracija. Isto tako, vjerujemo da službeni broj odlazaka u inozemstvo radi zapošljavanja ne odražava stvarno stanje te da je broj odseljenih u inozemstvo na znatno višoj razini.

U slučaju nastavka navedenih trendova srednjoročno do dugoročno takva kretanja za sobom nose niz negativnih posljedica te umanjuju potencijale rasta. Stoga suočavanje s negativnim demografskim kretanjima te projekcije nastavka depopulacijskih trendova uz poznate strukturne probleme ostaju izazov kod kreiranja makroekonomskih politika.

Marijana Cigić

Nastavljeno smanjenje vanjske ranjivosti

- U 2018. smanjen višak na tekućem računu bilance plaćanja
- Završetak razduživanja financijskog sektora

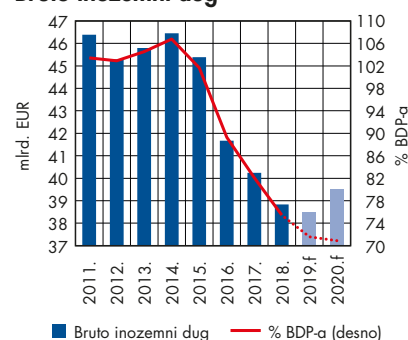
Prema posljednjim dostupnim podacima, na tekućem je računu platne bilance u četvrtom tromjesečju 2018. ostvaren manjak od 0,9 mlrd. eura (pogoršanje za 0,3 mlrd. eura u odnosu na isto razdoblje 2017.). Nepovoljna kretanja rezultat su značajnog rasta manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom (godišnji rast uvoza bio je znatno brži od rasta izvoza, 11,2% u odnosu na 1,8%). Uz povoljna kretanja na računu usluga znatno je povećan i višak na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija, kao rezultat snažnijeg povlačenja sredstava iz fondova EU-a. Na razini cijele 2018. godine višak na tekućem računu iznosio je 2,6% BDP-a, dok je višak na tekućem i kapitalnom računu iznosio 4,0% BDP-a te je u odnosu na prethodnu godinu smanjen isključivo zbog prošlogodišnjeg negativnog utjecaja troškova ispravaka vrijednosti potraživanja od Agrokora na tekuću dobit banaka (nižih rashoda na računu primarnog dohotka).

Očekujemo da će se višak na tekućem računu platne bilance u razdoblju 2019.–2020. smanjiti na oko 2% BDP-a. Pri tome smatramo kako će nastavak snažne potrošnje kućanstava ubrzati rast uvoza i proširiti manjak na računu roba. Istovremeno, izvoz usluga nastaviti će i dalje bilježiti solidne stope rasta iako će te stope, nakon tri uzastopno iznimno uspješne turističke sezone, biti zasigurno skromnije. Također, ne treba zanemariti činjenicu kako je hrvatski robni izvoz u pojedinim granama značajno ojačao. Prema iskustvima zemalja iz okruženja, daljnja integracija u europske proizvodne lance uz povoljnu implikaciju na računu roba mogla bi poduprijeti i konvergenciju realnog dohotka prema prosjeku EU-a.

Bruto inozemni dug Hrvatske na kraju 2018. godine spustio se na 75,4% BDP-a. Najveći doprinos smanjenju vanjskog duga na godišnjoj razini došao je od smanjenja vanjske zaduženosti javnog sektora podržan nastavkom povoljnih fiskalnih kretanja, ali i većom usmjerenosti države ka financiranju na domaćem tržištu. I ostali domaći sektori nastavili su s razduživanjem. Pri tome se udio bruto inozemnog duga ostalih domaćih sektora zadržao na oko 34% što odražava da smanjenje inozemne zaduženosti kroz supstituciju kunskim kreditima kod domaćih banaka usporava. S druge strane, krajem 2018. potvrđen je prestanak razduživanja financijskog sektora tj. domaćih banaka. Prestanak razduživanja bankarskog sektora rezultat je i ponovo rastuće potražnje za kreditima (posebice gotovinskih nenamjenskih kredita).

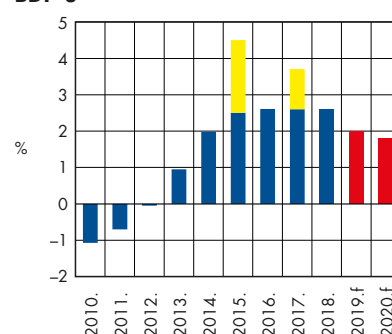
Iako sporijom dinamikom nastavak pada udjela bruto inozemnog duga u BDP-u očekujemo i u ovoj godini. Pri tome daljnje smanjenje duga u sektoru poduzeća očekujemo kao rezultat iščezavanja razlike u trošku financiranja na domaćem i inozemnom financijskom tržištu. Nastavak ekspanzivne monetarne politike koju provodi ESB zadržavat će troškove inozemnog zaduživanja na niskim razinama. U istom smjeru trebali bi se kretati troškovi zaduživanja u SAD-u gdje je FED završio s dinamikom podizanja kamatnih stopa u ovom ciklusu. U prilog poboljšanju uvjeta financiranja svakako ide i nedavno poboljšanje kreditnog rejtinga Hrvatske.

Bruto inozemni dug



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

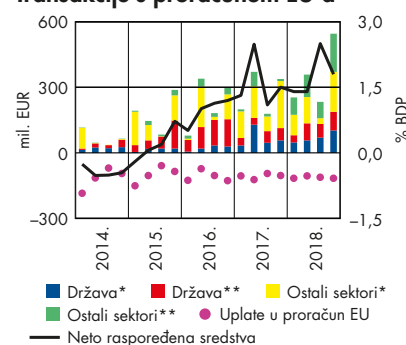
Udio salda tekućih transakcija u BDP-u*



* Žuto označava jednokratni utjecaj CHF konverzije u 2015. i Agrokora u 2017.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Transakcije s proračunom EU-a



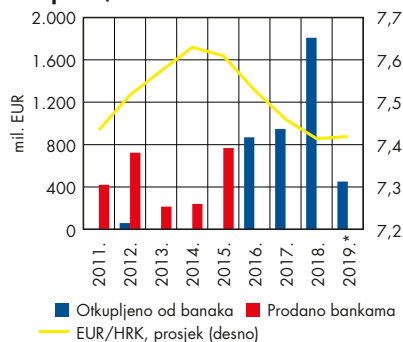
*tekući prihodi, **kapitalni prihodi
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Elizabeta Sabolek Resanović

Uz nižu inflaciju i stabilan tečaj monetarna politika nepromijenjena

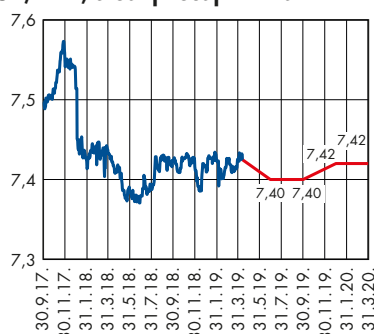
- EUR/HRK: bez volatilnosti uz iščezavanje sezonalnosti
- Visoka likvidnost, niske kamatne stope i skromna inflaciju

Devizne intervencije HNB-a i srednji tečaj EUR/HRK



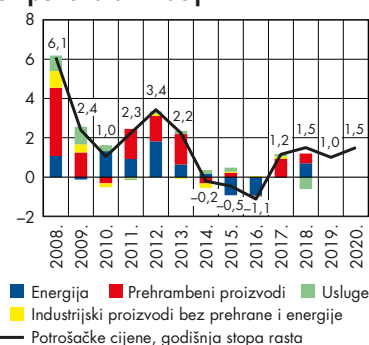
* do 18. travnja
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

EUR/HRK, srednji tečaj HNB-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Godišnje stope inflacije i doprinosi komponenata inflaciji



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Razmjeno uski raspon trgovanja i klizanje prosječnog tečaja kune u odnosu na euro prema nižim razinama obilježilo je i prve mjesece 2019. godine. Unatoč niskoj volatilnosti tečaja, središnja banka održala je i deviznu intervenciju otkupljujući devize od poslovnih banaka podsjećajući tržišne sudionike da sidro monetarne politike ostaje stabilnost tečaja kune u odnosu na euro. Osim uobičajenih čimbenika, kuna je podršku u prvom tromjesečju dobila i u aktivnostima države na tržištu kapitala budući da je nemali dio ovogodišnjih obveza središnje države dospijevao upravo u prvom tromjesečju.

Kuna će i narednih tromjesečja nastaviti uživati reputaciju jedne od najstabilnijih valuta regije. U uvjetima približavanja središnje turističke sezone jačat će potražnja za domaćom valutom. Povremeni, ali i već viđeni i uobičajeni odmaci prema višim razinama odnosno kratkotrajni deprecijacijski pritisci biti će posljedica potražnje za eurima koja proizlazi iz potrebe isplate dividendi nerezidentnim vlasnicima. U usporedbi s 2018. one bi mogle biti nešto izdašnije, ali će takva situacija samo ublažavati očekivano jačanje kune. Ljetna, i vrlo vjerojatno produljena, turistička sezona mogla bi zadržavati tečaj ispod 7,40 kuna za euro, a s približavanjem kraja godine tržišni raspon trgovanja klizat će prema blago višim razinama. Procjenjujemo da će u cjelini 2019. godinu obilježiti izuzetno niska volatilnost EUR/HRK, uski raspon trgovanja i manje izražena sezonalnost, dok bi prosječan tečaj mogao ostati na prošlogodišnjim razinama. U slučaju intervencija središnje banke one će i četvrtu godinu za redom biti na strani otkupa deviza čime bi se kunska likvidnost na tržištu dodatno povećala, a međunarodne pričuve ojačale.

Prosječan dnevni višak kunske likvidnosti u prvom ovogodišnjem tromjesečju premašio je 33 mlrd. kune i bio na 30 posto višim razinama u usporedbi s 2018. Stoga ne iznenađuje zadržavanje kamatnih stopa na tržištu novca na povijesno niskim razinama. Ni u narednim tromjesečjima ne projiciramo pomake, što podrazumijeva da se izobilje likvidnosti i povijesno niske kamatne stope nastavljaju barem do kraja ove godine. Štoviše, uzimajući u obzir vanjsko okruženje, stabilnost tečaja i umjerenu, pa i donekle tvrdoglavo nisku inflaciju, ne treba iznenaditi i nastavak slične situacije u 2020.

U međuvremenu, unatoč snažnoj domaćoj potražnji i rastu plaća indeks potrošačkih cijena u prvom tromjesečju spustio se ispod 0,5%, a temeljna inflacija na 0,6%. Dio pada cijena može se pripisati primjeni niže stope PDV-a na niz proizvoda iz košarice indeksa potrošačkih cijena pa je doprinos nižoj inflaciji došao uglavnom od prehrambenih proizvoda. U prilog takvim kretanjima išao je i godišnji pad u segmentu prijevoza odnosno goriva i maziva koji su pod utjecajem globalnih kretanja cijena sirove nafte. I u dosadašnjoj statistici razvidno je da će cijene energije i hrane determinirati buduća inflatorna kretanja, a najavljeno povećanje maloprodajne cijene plina pogurnut će prosjek indeksa potrošačkih cijena prema razini od 1%. Naposljetku, snažniji utjecaj očekuje se od rasta cijena usluga koje će uz domaću potražnju biti podržane i očekivanim rastom turizam i tijekom 2019.

Zrinka Živković Matijević

Povratak u društvo s investicijskim rejtingom

- Uravnotežen proračunski saldo
- Prinosi na povijesno niskim razinama

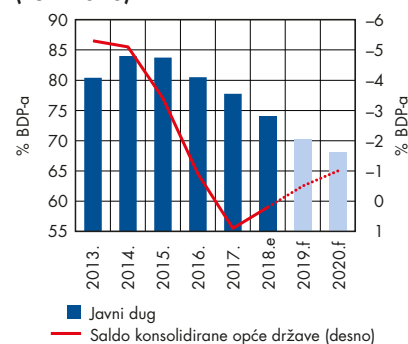
Iako još nije dostupna cijela proračunska slika za 2018. tijekom prošle godine nastavljena su pozitivna kretanja u fiskalnoj statistici, podržana i nastavkom solidnih ostvarenja u turizmu. Posljednji podaci o kretanjima u državnoj blagajni za razdoblje od siječnja do studenog 2018. koji se odnose na konsolidiranu središnju državu (prema gotovinskom načelu, metodologija GFS 2001) upućuju na nastavak rasta prihoda uz nešto sporiju dinamiku rasta rashoda. Kumulativno u prvih jedanaest mjeseci lani višak prihoda središnje države iznosio je 6,8 mlrd. kuna. Prema usporedbi, ESA 2010 metodologiji statistika javnih financija dostupna je do trećeg tromjesečja prošle godine. Ukupni rashodi opće države u promatranom razdoblju 2018. (164,5 mlrd. kuna) bili su nominalno niži za 0,3% u odnosu na isto razdoblje godinu ranije. Procjenjujemo da je u 2018. došlo do porasta ukupnih rashoda po stopi oko 2% zahvaljujući porastu na stavkama naknade zaposlenicima, socijalne naknade i intermedijarna potrošnja. Kapitalne investicije financirane iz proračuna opće države vjerojatno su nastavile i drugu godinu za redom s padom vrijednosti. Za razliku od pretkriznog razdoblja, u nominalnom iznosu, državni proračun bilježi vrlo umjerene ili negativne stope rasta pri čemu je primjetna promjena strukture među pojedinim stavkama.

Promotrimo li detaljnije strukturu rashoda razvidno je kako u razdoblju od 2002. do 2018. razmjerno stabilan i dominantan udio imaju socijalne naknade koje čine 31 do 35% ukupnog proračuna. Druga najznačajnija stavka su naknade zaposlenicima s udjelom oko 25% koji je također stabilan kroz promatrano razdoblje. Uzme li se u obzir odgoda reforme javne uprave i njena izrazito niska efikasnost te niz strukturnih slabosti u dijelu koje se odnose na socijalne naknade jasno je da, dugoročno, bez povećanja efikasnosti u ovim sustavima, održivost u slizanoj fazi ekonomskog ciklusa postaje upitna.

Najznačajnije promjene u smanjenju rashoda dogodile su se kod izdataka za investicije, izdataka za kamate i subvencije. Subvencije su mahom, kao i investicije zamijenjene sredstvima iz EU fondova, dok su kamate niže zbog okruženja visoke likvidnosti i niskih kamatnih stopa uz istovremeno izdašnije punjenje proračuna u uvjetima gospodarskog rasta što uz obuzdavanje rasta rashoda vodi do bitno nižih manjkova pa čak i viškova u državnoj blagajni.

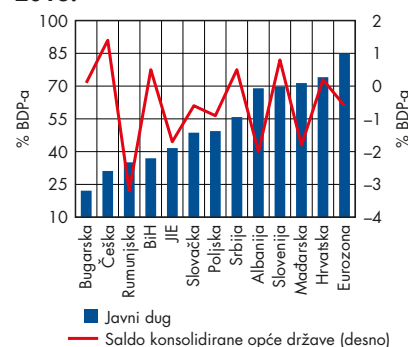
Veliki iznos javnih investicija u pretkriznom razdoblju imao je jednokratni pozitivan učinak na bruto domaći proizvod, ali s poprilično skupim posljedicama njihove neefikasnosti i financijske neisplativosti. Sasvim je racionalno preusmjerenje obje proračunske stavke (investicija i subvencija) na EU fondove. Ipak kod financiranja investicija primijećena je razmjerno mala uspješnost povlačenja, što se može povezati sa slabim administrativnim kapacitetima javne uprave. Osim toga, što je snažnije institucionalno okruženje to je uspješnost povlačenja veća što i ne iznenađuje budući da ista relacija vrijedi i za konkurentnost nacionalnih ekonomija. Hrvatska po oba pokazatelja dugi niz godina ne pokazuje značajan napredak. Problem znači nije u visini investicija i ne postojanju sredstava nego u sposobnosti da se ta sredstava iskoriste, a projekti implementiraju.

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



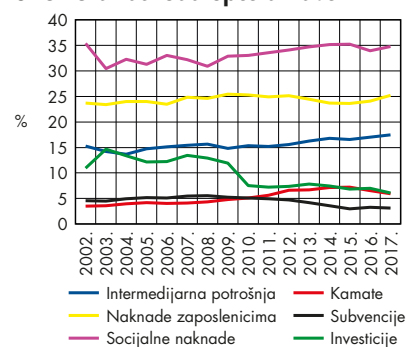
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Usporedni fiskalni pokazatelji za 2018.



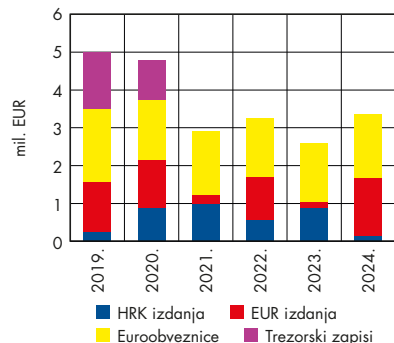
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Struktura rashoda opće države



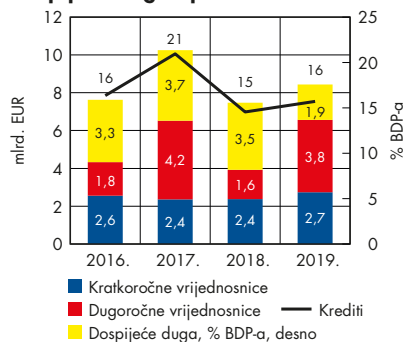
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



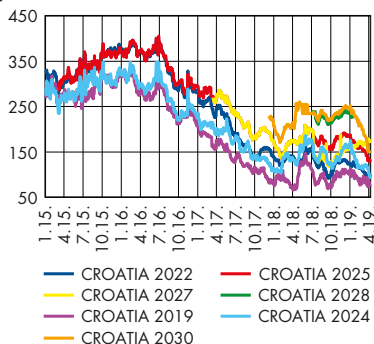
* glavnica i kamate
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca duga opće države*



*Projekcija otplata kratkoročnih i dugoročnih vrijednosnih papira izrađena je temeljem stanja na 30.11.2018., a kredita na 30.9.2018.
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Spreadovi na euroobveznice*



* u baznim bodovima
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Očekujemo da će travnjaška EDP notifikacija potvrditi daljnju fiskalnu prilagodbu uz uravnotežen proračunski saldo u prošloj godini. Pri tome će jamstva izdana brodogradilištima koja su plaćena krajem godine (koja će se prema metodologiji ESA 2010 uključiti u rashode opće države) pogoršati saldo proračuna.

Fiskalna politika i tijekom 2019. ostat će razborita i usmjerena na održavanje gotovo balansiranog proračuna i daljnjeg smanjenja omjera javnog duga u odnosu na BDP-a. Strateški cilj Vlade da što prije uđe u euro područje podržava takva očekivanja, pa će se apetiti proračunskih korisnika trebati i dalje obuzdavati. S druge strane rast temeljen na potrošnji pogodovat će prihodima. Održivost trenutnih politika i struktura nešto je u čemu treba uložiti značajnije napore jer se realna konvergencija, održiviji i otporniji gospodarstvo stvara poboljšanjem konkurentnosti na način da se značajno smanji utjecaj države na tržište, ali s druge strane ojača slabo institucionalno i poslovno okruženje.

Nadalje, fiskalni napredak nagrađen je i od strane agencije za procjenu kreditnog rejtinga S&P koja se prva odlučila na taj korak te je krajem ožujka vratila Hrvatsku u društvo zemalja s investicijskim rejtingom. S&P je prepoznala napredak i u nastavku gospodarskog rasta uz smanjenje rizika vezanih za Agrokor, ali je i naglasila kako neoprezni fiskalni izdaci predstavljaju rizik za rejting pri čemu su vjerojatno aludirali na događanja u domaćim brodogradilištima. Iako su već i na sama očekivanja o podizanju rejtinga, a kasnije i nakon odluke, financijska tržišta (a i javnost) reagirala vrlo pozitivno ostaje nepobitna činjenica kako Hrvatska, uz Rumunjsku, s rejtingom BBB- i dalje stoji najlošije od svih novih država članica iz srednje i istočne Europe. Povratkom na ovu razinu rejtinga Hrvatska se ustvari vratila u 1997. kada joj je S&P dodijelio taj investicijski razred.

Uz rekordne razine likvidnosti i povijesno niske razine kamatnih stopa nastavak povoljnih uvjeta financiranja na međunarodnim, ali i domaćem financijskom tržištu pogodovat će Vladi u zatvaranju financijske konstrukcije za ovu fiskalnu godinu. Ministarstvo financija "snažno" je započelo 2019. zadovoljivši veći dio potreba za financiranjem već na samom početku godine. Uz izdanje 1,05 mlrd. eura trezorskih zapisa te 5 mlrd. kuna i 500 tisuća eura lokalnih izdanja obveznica Vlada je već namaknula 2/3 cilja za fiskalnu godinu uz daljnje poboljšanje ročnog profila duga. Potrebe za ukupnim refinanciranjem u ovoj godini (14,1% BDP-a) nisu zahtjevne i lako će se ispuniti. Obzirom na povoljne uvjete na tržištima i poboljšanu percepciju Hrvatske, u nadolazećim tromjesečjima očekujemo izlazak Vlade i na domaće i europsko tržište kapitala. Izdanje euroobveznice izgledno je početkom trećeg tromjesečja dok aktivnosti na lokalnom tržištu očekujemo prema kraju godine. Time ne isključujemo mogućnost određenog pred financiranja za 2020. godinu.

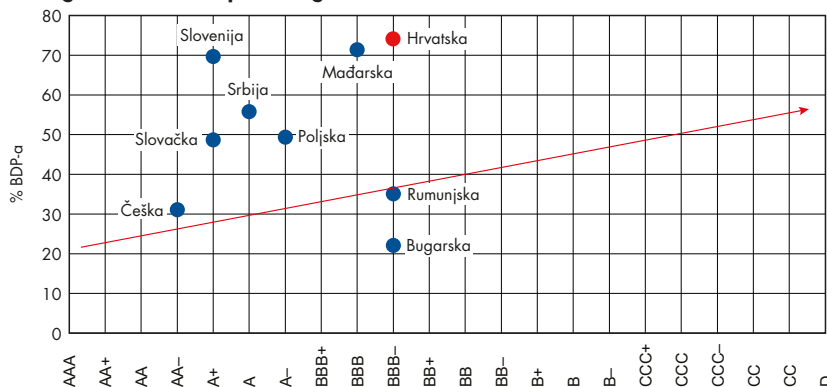
Sa strane potražnje, monetarne politike i snažniji "dovish" sentiment vodećih središnjih banaka uz nedavno povećanje kreditnog rejtinga Hrvatske poduprijet će inozemnu potražnju. S druge strane, profil domaće potražnje ostaje nepromijenjen gdje stalna oskudnost papira na tržištu favorizira lokalna izdanja, a obilje kunske likvidnosti ostaje snažno uporište za kunsku krivulju prinosa. Pri tome se mirovinski fondovi već tradicionalno usmjeravaju na dugi kraj krivulje, dok ostale financijske institucije (posebice banke) igraju važnu ulogu u refinanciranju kratkoročnih dužničkih papira, ali i spuštaju krivulju prinosa u potrazi za atraktivnijim prinosima.

Na sekundarnom tržištu, uslijed obilja likvidnosti, povoljnih ekonomskih fundamenata i smanjenja rizičnog profila Hrvatske (tijekom očekivanja, a kasnije i povećanja rejtinga) prinosi od početka godine bilježe snažan pad. Dulji kraj eurske krivulje spustio se za impresivnih 100 baznih bodova (prinos na eursku euroobveznicu 2028. spustio se sredinom travnja na 1,58%) uz sužavanje spreadova u prosjeku za 80bb. Trend pada prinosa prelio se i na domaće tržište pri čemu se prinos na duljem kraju spustio za gotovo 60 baznih bodova probijajući razinu od 2% (2029. na oko 1,8%).

Nastavak ekspanzivne monetarne politike koju provodi Europska središnja banka zadržavat će troškove inozemnog zaduživanja na niskim razinama. U istom smjeru trebali bi se kretati troškovi zaduživanja u SAD-a gdje je FED najvjerojatnije završava s dinamikom podizanja kamatnih stopa u ovom ciklusu. U prilog poboljšanju uvjeta financiranja svakako ide i nedavna ocjena kreditnog rejtinga kojom je Hrvatskoj vraćen investicijski rejting. S druge strane, u slučaju nastavka skromnog napretka Hrvatske u provođenju strukturnih reformi to će sigurno dovesti do rasta percepcije rizika te posljedično i premije rizika same zemlje. Uz obilje likvidnosti na domaćem tržištu i nastavak ultra ekspanzivne monetarne politike koju provodi Hrvatska narodna banka očekujemo nastavak povoljnih uvjeta financiranja i na domaćem financijskom tržištu.

Elizabeta Sabolek Resanović

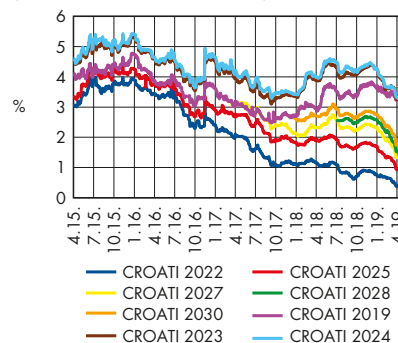
Rating* u odnosu na javni dug



* Standard & Poor's

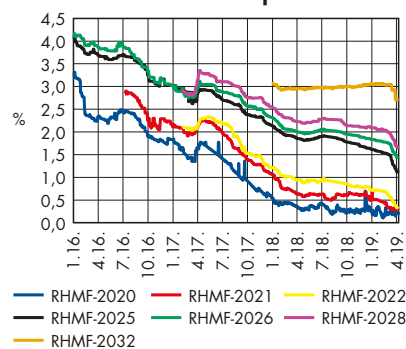
Izvori: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

Prinosi na euroobveznice (denominirane u eurima)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na kunska izdanja

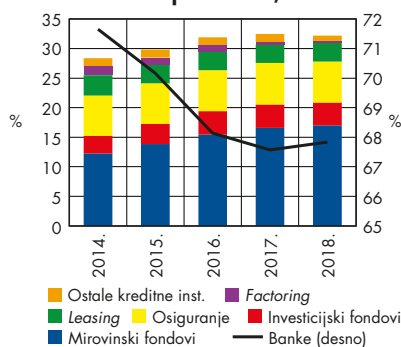


Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Ubrzava rast gotovinskih nenamjenskih kredita

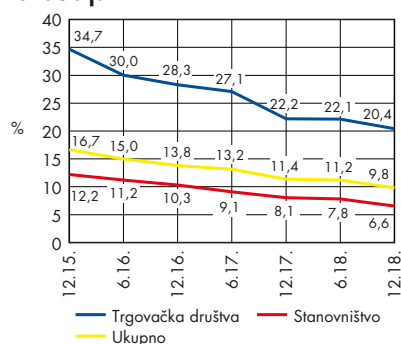
- Reakcija regulatora na ubrzani rast gotovinskih nenamjenskih kredita
- Pokretanje kreditnog registra i dalje neizvjesno
- Nastavak smanjenja broja kreditnih institucija

Hrvatski financijski sektor, struktura



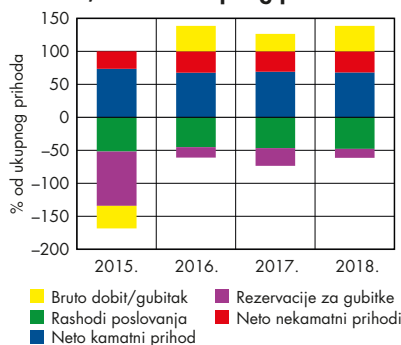
Izvori: HNB, HANFA

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



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Struktura rezultata poslovanja banaka, u % od ukupnog prihoda*



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

Rast gotovinskih nenamjenskih kredita na osnovi transakcija iznosio je u veljači 12,9% na godišnjoj razini. Uz ubrzanje rasta regulatora zabrinjava i korištenje gotovinskih nenamjenskih kredita s dužim rokom otplate koji je uslijedio nakon uvođenja restriktivnijeg pristupa u stambenom kreditiranju, što ukazuje na moguću supstituciju stambenih kredita s gotovinskim. Zbog toga je Hrvatska narodna banka kreditnim institucijama izdala Preporuku o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima. Od banaka traži da kod odobravanja gotovinskih nenamjenskih kredita s rokom otplate dužim od 5 godina usklade kriterije za procjenu kreditne sposobnosti sa odredbama Zakona o stambenom potrošačkom kreditiranju, odnosno da kod omjera otplatnog anuiteta prema primicima zajmoprimca (DTI) primjenjuju odredbe propisa o zaštićenom iznosu plaće od ovrhe za pokriće minimalnih životnih troškova. Zabrinutost regulatora zbog ubrzanog rasta gotovinskih kredita pojačava odsustvo usluge kreditnog registra (HROK) koji je u svibnju prošle godine prestao prikupljati podatke o zaduženosti građana zbog stupanja na snagu propisa o zaštiti osobnih podataka (GDPR). Bez tog izvještaja moguć je porast rizičnog ponašanja kod potencijalnih zajmoprimaca, pa regulator nastoji usporiti rast kreditiranja građana do uspostave pune funkcionalnosti kreditnog registra. Uskladba kreditnog registra sa GDPR-om još nije završena, niti je obnovljen proces prikupljanja podataka od kreditora. Posljedično, kreditori ne znaju od kada će započeti korištenje izvještaja kreditnog registra.

Za razliku od 2017. godine, koju je obilježio rast gubitaka zbog umanjivanja vrijednosti plasmana u koncern Agrokor i povezana društva, u protekloj godini kreditne institucije nisu imale značajnih jednokratnih utjecaja na rezultat poslovanja. Problemi u brodogradilištima imali su neznatan utjecaj jer su banke državnim jamstvima osigurale plasmane u brodogradnji. Prema nerevidiranim izvješćima dobit kreditnih institucija nakon oporezivanja povećana je za 46% na godišnjoj razini, uz ostvareni povrat na kapital od 8,4%. Rast dobiti potječe od smanjenih rezerviranja za rizike, dok pad ukupnih prihoda za 8% ukazuje da se proces snižavanja kamatnih stopa i jačanje konkurencije u ponudi usluga negativno odražava na profitabilnost kreditnih institucija. Ostvareno smanjenje omjera neprihodujućih kredita (NPL ratio) na 9,8% rezultat je bolje naplate plasmana kao i prodaje neprihodujućeg dijela portfelja agencijama za naplatu. U 2019. očekujemo pozitivan doprinos kretanja u kvaliteti portfelja na profitabilnost poslovanja, ali će se potencijal za poboljšanje kvalitete portfelja postupno smanjivati. Mjere regulatora za ograničavanje rasta gotovinskih kredita uz stalni višak likvidnosti koji opterećuje poslovanje banaka mogli bi pojačati motiv za koncentraciju na lokalnom financijskom tržištu. U 2019. nastavlja se proces smanjivanja broja kreditnih institucija. Nakon što je u prethodne dvije godine s tržišta nestalo sedam banka i jedna stambena štedionica, u travnju je pripojena još jedna banka pa je ukupni broj banaka pao na 20 uz još 4 aktivne stambene štedionice. Na tržištu s niskim potencijalom za rast prihoda očekujemo da će se banke fokusirati na unaprijeđenje troškovne efikasnosti. Zbog tendencije povećanja regulatornih zahtjeva a posljedično i troškova poslovanja, motiva za nastavak procesa preuzimanja i spajanja neće nedostajati.

Anton Starčević

Izraženiji pritisci na cijene sirove nafte

- Zemlje članice OPEC+ nastavljaju sa smanjenjem proizvodnje
- Eskalacija sukoba u Libiji stvara pritiske na rast cijena

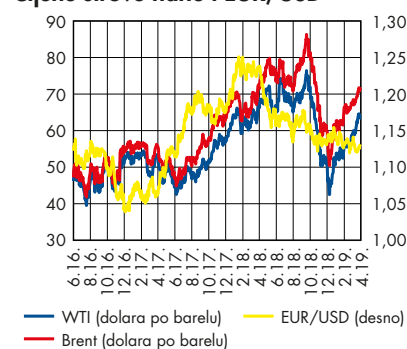
Nakon razmjerno snažnog pada cijena sirove nafte u prosincu 2018. od početka ove godine cijene sirove nafte bilježe kontinuirani rast. Tako su se cijene sirove nafte na kraju prvog tromjesečja u odnosu na kraj 2018. našle na oko 32% (WTI) te 27% (Brent) višim razinama odnosno na razinama sličnim onima koje su zabilježene u studenom 2018. (60 dolara po barelu WTI, 68 dolara po barelu Brent). Posljednji pritisci na rast cijena rezultat su odluke zemalja članica OPEC+ (sa posljednjeg sastanka održanog u prosincu 2018.) da će od siječnja ove godine smanjiti svoju proizvodnju za 1,2 milijuna barela dnevno. Međutim, s posljednje dostupnim podacima za prva dva mjeseca ove godine vidljivo je da smanjenje proizvodnje nije bilo provedeno kako je i očekivano. I dok je u siječnju samo deset od 21 zemlje uspjelo smanjiti svoju proizvodnju u skladu s planovima (čime su zemlje članice OPEC-a bile su uspješne s 85% ispunjenja planova dok su pridružene članice ostvarile planove za samo 25%), u veljači je smanjenje proizvodnje bilo nešto uspješnije. Snažnijim smanjenjem proizvodnje zemlje članice OPEC-a bile su uspješnije s 106% dok su pridružene članice podigle svoju uspješnost na 51% (umjesto 1,2 mil. barela ukupna proizvodnja smanjena je za 1,054 mil. barela dnevno). Pri tome je najznačajniji doprinos smanjenju došao od članice OPEC-a Saudijske Arabije koja je trebala smanjiti svoju proizvodnju za 322 tis. barela dnevno, a smanjila ju je za 546 tis. barela. Istovremeno, i u veljači je najmanje bila uspješna Rusija (na koju se odnosi 60% proizvodnje zemalja koje nisu članice OPEC-a) koja je trebala smanjiti svoju proizvodnju za 230 tis. barela dnevno, a uspjela ju je smanjiti za samo 82 tis. barela dnevno (u siječnju proizvodnja je smanjena za samo 42 umjesto 230 tisuća barela dnevno).

Početak 2019. karakterizira i smanjena proizvodnja Irana i Venezuele. I dok s jedne strane zemlje članice OPEC-a i njihove pridružene članice poznatije kao OPEC+, koje drže više od 80% svjetskih rezervi, pokušavaju smanjenjem proizvodnje umanjiti zasićenost na tržištu SAD pumpa gotovo rekordne količine sirove nafte održavajući globalnu opskrbu iznad razine potražnje.

Na samom početku travnja eskalacija sukoba u Libiji i geopolitičke napetosti u Iranu pogurale su cijene sirove nafte na razine sličnije onima koje smo viđali u studenom prošle godine. Cijena sirove nafte s isporukom u sljedećem mjesecu tipa Brent po prvi puta u ovoj godini premašila je 71 dolar po barelu dok se cijena sirove nafte tipa WTI približila granici od 65 dolara po barelu. Uz sve navedeno, i uzevši u obzir očekivanu rastuću američku proizvodnju iz škrljevca (za 1,35 mil. barela dnevno u ovoj godini u odnosu na 2018. prema procjeni EIA), očekujemo blagi pad prosječnih cijena na razini godine. Prosječna cijena sirove nafte tipa Brent u Q219 u prosjek će biti na razini od 71 dolar po barelu (WTI 63 dolara po barelu) dok bi na razini 2019. prosječna cijena sirove nafte tipa Brent trebala biti 70 dolara po barelu (WTI 62 dolara po barelu). Niže prosječne cijene na razini 2019. u odnosu na 2018. podržavati će očekivano usporavanje rasta potražnje u ovoj godini, izgledno neispunjenje planova smanjenja proizvodnje zemalja članica OPEC+ te rastuća američka proizvodnja.

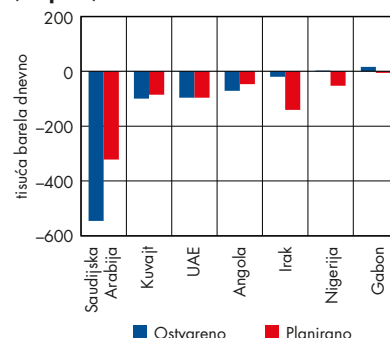
Marijana Cigić

Cijene sirove nafte i EUR/USD



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

OPEC – ostvarena smanjenja proizvodnje u odnosu na planirana (veljača)



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja cijena sirove nafte, dolara po barelu*

	III.19.	IV.19.	I.20.	II.20.	III.20.
Brent	72	68	63	61	64
WTI	65	62	58	56	60

* prosjek

Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

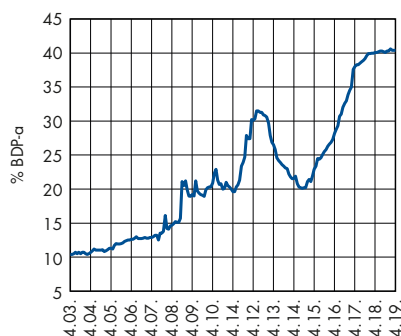
	2017.	2018.	2019.f	2020.f	2021.f
Brent	54	71	70	64	72
WTI	51	65	62	59	69



Središnje banke bez promjena kamatnjaka u 2019.

- ESB: visoka likvidnost i niske kamatne stope barem do kraja 2020.
- SAD: ciklus povećanja stopa započet u prosincu 2015. završen

Bilanca ESB-a



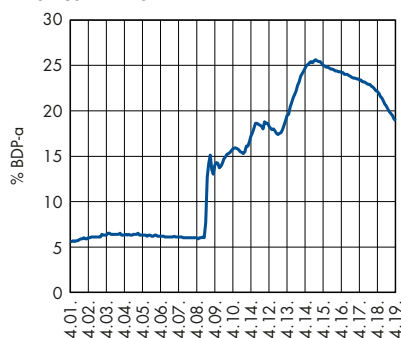
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Financijska tržišta – prognoze

	6.2019.	9.2019.	12.2019.
EUR/USD	1,13	1,15	1,17
FED referentna kamatna stopa	2,50	2,50	2,50
US Libor 3mj.	2,60	2,60	2,60
US 2-god. prinos	2,40	2,50	2,30
US 10-god. prinos	2,60	2,60	2,30
ESB referentna kamatna stopa	0,00	0,00	0,00
Euribor 3mj.	-0,30	-0,30	-0,30
Njem. 10-god. prinos	0,40	0,40	0,20

Izvor: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Bilanca FED-a



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

U godinama pred nama monetarna politika u euro području ostat će ekspanzivna. ESB je na ovogodišnjim sastancima zadržala je referentne kamatne stope na povijesno niskim razinama uz odluku kako će iste ostati na tim razinama do početka 2020. odnosno koliko god bude potrebno da se stopa inflacije približi ciljanoj razini ESB-a od 2 posto. Međutim, na sastanku u ožujku retorika izgleda gospodarskog rasta je izmijenjena uz naglasak na rizik ekonomskog usporavanja. Očekivanja gospodarskog rasta i inflacije revidirana su na niže, a sasvim je izvjesno da će početak podizanja referentnih kamatnjaka ovisiti o spomenuta dva čimbenika. Pojačani rizici ekonomskih izgleda povezani su s geopolitičkom neizvjesnošću, mogućnošću rasta protekcionizma i ranjivosti tržišta u razvoju. Prema očekivanjima ESB-a pritisak na rast cijena povećat će se u srednjoročnom razdoblju. Međutim, kretanje inflacije prema ciljanom rasponu vjerojatno će biti sporije nego što se ranije pretpostavljalo zbog usporenih gospodarskih kretanja. Nadalje, potpuno reinvestiranje dospjelih glavnica vrijednosnica (eng. Asset Purchase Program, APP) nastaviti će se još dugo vremena i nakon prvog podizanja kamatnih stopa implicirajući da će se razdoblje obilja likvidnosti i niskih kamatnih stopa nastaviti još nekoliko godina. Dodatno, od rujna ove godine do ožujka 2021. ESB je najavila održavanje dugoročnih strukturnih operacija (eng. longer-term refinancing operations, TLTRO) i to jednom tromjesečno. Kamatna stopa na najavljenim operacijama bit će promjenjiva i indeksirana na glavnu stopu refinanciranja. Navedena odluka znači da bankovni zajmovi prijašnjih TLTRO operacija približne vrijednosti 740 mlrd. eura, a koji dospijevaju između lipnja 2020. i ožujka 2021., mogu biti zanavljani. U takvim uvjetima okvir tržišta novca i dalje ostaje negativna depozitna stopa ESB-a.

S druge strane Atlantika Fed je u samo tri mjeseca, od prosinca 2018. do ožujka 2019. godine, značajno zakrenuo smjer monetarne politike jasno izražavajući stav da je ciklus podizanja referentne kamatne stope završen. S rasponom kamatne stope između 2,25% do 2,50% dosegnuta je neutralna kamatna stopa. Dakle, ciklus povećanja kamatnih stopa započet još u prosincu 2015. vjerojatno je završen. Oprezniji stav monetarnih vlasti u ožujku obrazložen je globalnim neizvjesnostima u pogledu gospodarskih i političkih kretanja (Brexit, neriješene trgovinske napetosti između SAD-a i Kine) i oštrijih uvjeta na financijskim tržištima. Osim toga, ciljana stopa inflacije prema mišljenju središnje banke nije postignuta, a unatoč izuzetno dobrim pokazateljima s tržišta rada značajniji poticaj inflatornim kretanjima se ne očekuje.

Prema novim projekcijama kretanja kamatnih stopa većina članova FOMC-a sada smatra kako tijekom 2019. neće biti podizanja kamatnih stopa. Čak i ako se gospodarstvo i tržište rada u narednim tromjesečjima budu kretali snažnije od očekivanih projekcija članova FOMC-a, odluka o kretanju kamatnih stopa prema našim očekivanjima neće se mijenjati. U 2020. gospodarsko okruženje bit će još manje pogodno za povećanje kamatnih stopa. Štoviše projicirano usporavanje gospodarske aktivnosti sugerira mogućnost labavljenja monetarne politike i smanjenja kamatnih stopa u 2020. godini.

Zrinka Živković Matijević, Elizabeta Sabolek Resanović

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

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 18. travnja 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 19. travnja 2019. u 8:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 19. travnja 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.

Ekonomska i financijska istraživanja je organizacijska jedinica RBA.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Ne prihvaća nikakvu odgovornost za učestalost i točnost ZIBOR stopa ili bilo kakvo korištenje ZIBOR stopa od strane korisnika, neovisno proizlazi li ili ne proizlazi iz nemara HUB-a, ZIBOR kontribucijskih banaka ili Thomson Reuters-a;
2. Neće biti odgovoran za bilo kakav gubitak ili dobit u poslovanju, niti bilo kakve izravne, neizravne ili posljedične gubitke ili štetu nastale iz takvih nepravilnosti, netočnosti ili korištenja 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 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 provode su transakcije u vezi s proizvodima i uslugama (uključujući, ali ne isključivo, usluge investicijskog bankarstva) s izdavateljem iz analize, u proteklih 12 mjeseci. RBL i povezana društva uspostavili su organizacijske mjere koje su potrebne s pravnog stajališta i stajališta nadzora, a čije poštivanje prati Sukladnost (Compliance). Na sukobe interesa primjenjuju se pravna, fizička i druga ograničenja (koja se zajednički nazivaju "Kineski zidovi"), a njihova je svrha je ograničiti protok informacija između poslovnog područja/organizacijske jedinice unutar RBL, RBA, RCB, RZB te ostalih društava unutar grupe. Tako je npr. Investicijsko bankarstvo, koje obuhvaća aktivnosti korporativnog financiranja putem tržišta kapitala, odvojeno fizičkim i drugim barijerama od jedinica trgovanja te jedinica za istraživanje i analizu.

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

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

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

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

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

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

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