

RBAAnalize

broj 74
srpanj 2019.

Korak bliže euru

- Ubrzanje rasta na krilima domaće potražnje
- Pismo namjere ulaska u ERM2 i službeno poslano
- Snažan pad prinosa i sužavanje *spreadova*
- Povratak optimizma na dionička tržišta

© Photo: Shutterstock Images
By: SF

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Pred vratima Europskog tečajnog mehanizma II	5
--	---

Realni sektor

Optimizam s velikom dozom opreza	7
--	---

Platna bilanca, inozemni dug

Nastavljeno smanjenje vanjske ranjivosti	8
--	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Korak bliže euru	9
------------------------	---

Fiskalna politika i tržište duga

Investicijski rejting povećao potražnju za hrvatskim izdanjima?	11
---	----

Financijski sustav

Strukturne promjene u bilanci kreditnih institucija	13
---	----

Politike središnjih banaka

Američki Fed nagovijestio "rezanje" kamatne stope	14
---	----

Tržište dionica

CROBEX se svrstao među vodeće regionalne dioničke indekse	15
---	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.f	2020.f	2021.
BDP i proizvodnja									
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-0,5	-0,1	2,4	3,5	2,9	2,6	2,8	2,5	1,8
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	43.787	43.435	44.610	46.638	48.991	51.365	53.694	55.734	57.412
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.288	10.254	10.611	11.174	11.877	12.540	13.202	13.799	14.314
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	1,8	2,0	1,5
Cijene, nezaposlenost i proračun									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,2	0,8	1,3	1,7	1,5
% , prosjek	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,8	1,4	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	8,6	8,1	7,8
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	17,4	17,3	16,3	13,1	11,2	8,4	7,5	7,2	7,0
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	-3,2	-1,0	0,8	0,2	-0,5	-0,8	-0,4
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	266,6	278,4	284,4	282,8	284,3	284,7	279,2	280,3	281,6
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	80,4	84,0	83,7	80,5	77,8	74,6	71,3	68,8	66,0
Bilanca plaćanja i dug									
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	18.767	19.677	21.473	22.785	25.146	26.704	28.173	29.497	30.441
% promjena	2,5	4,8	9,1	6,1	10,4	6,2	5,5	4,7	3,2
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	18.601	18.855	20.448	21.462	24.070	26.190	28.024	29.285	30.017
% promjena	2,6	1,4	8,5	5,0	12,2	8,8	7,0	4,5	2,5
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	1,0	2,0	4,6	2,5	3,5	2,5	2,0	1,8	2,1
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706	17.438	18.900	19.200	19.500
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	8,3	8,1	8,0	7,6	7,8	8,2	8,3	8,1	8,0
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	738	2.298	191	1.757	1.747	1.110	2.300	2.000	1.500
Noćenja turista, % promjena	3,4	2,6	7,8	9,1	10,5	4,0	2,5	2,5	2,2
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	71,7	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	6,45	6,40	6,01
pr, USD/HRK	5,71	5,75	6,86	6,80	6,62	6,28	6,52	6,46	6,19
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	7,41	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	0,5
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

Pred vratima Europskog tečajnog mehanizma II

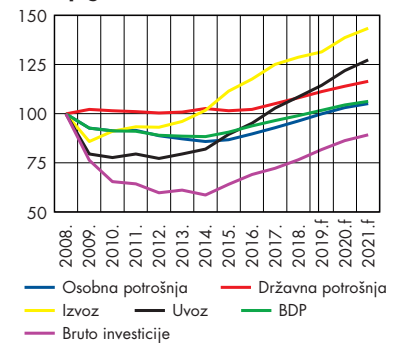
Na krilima osobne potrošnje i investicija gospodarski rast Hrvatske se u prvoj polovici godine nastavio. Štoviše, podaci za prvo tromjesečje ukazali su na ubrzanje gospodarske aktivnosti poguravši Hrvatsku u društvo država srednje i istočne Europe koje već uobičajeno bilježe snažne stope rasta. Iako podaci za drugo tromjesečje ukazuju na mješovitu sliku robustan rast će se nastaviti. On će kao i narednih tromjesečja biti temeljen i predvođen osobnom potrošnjom i investicijama. Posljedično rast bi se u odnosu na 2018. mogao blago ubrzati potvrđujući da će unutarnji čimbenici nadomjestiti i neutralizirati potencijalno nepovoljne učinke koji prijete s inozemnih tržišta, ali i očekivano negativan doprinos neto inozemne potražnje. Naime, sasvim je izgledno da će se usporevajući najvažnijih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera u EU, Italiji i Njemačkoj, nastaviti u drugoj polovici godine. S druge strane jačanje domaće potražnje jača uvoznu aktivnost.

Osobna potrošnja, kao predvodnik rasta, potporu će nalaziti u nastavku pada nezaposlenosti, polaganom rastu zaposlenosti i plaća. Uz to potrošački optimizam u uvjetima povijesno niskih kamatnih stopa nastavlja motivirati sektor stanovništva na nova zaduživanja, uglavnom kroz nenamjenske kredite. Naposljetku, i pokazatelji u predsezoni potvrđuju da će i ove godine snažnu potporu raspoloživom dohotku stanovništva davati turizam. Na razini cijele godine rast noćenja i prihoda trebao bi biti skromniji u usporedbi s 2018.

Investicije nakon dvoznamenkaste stope rasta u prvom tromjesečju dobivaju svoj zamašnjak. Značajan poticaj zasigurno je došao i od boljeg korištenja sredstava iz EU fondova. Pitanje efikasnosti novih investicija sasvim je druga priča i ostaje za vidjeti hoće li one doprinijeti dugoročno održivijem rastu. S obzirom da se približavamo politički zahtjevnom razdoblju, predsjedničkim i parlamentarnim izborima u 2020. te lokalnim izborima u 2021., poticaja za javne investicije neće nedostajati. S druge strane privatne investicije nakon pada u 2018. ipak bi mogle zabilježiti pozitivne vrijednosti. Unatoč rastućim troškovima poslovanja, kamatne stope ostaju na povijesno najnižoj vrijednosti uz sasvim izglednu činjenicu da bi tamo mogle ostati i u narednom srednjoročnom razdoblju. Osim visoko likvidnog i konkurentnog financijskog tržišta, ekonomski fundamenti i povratak Hrvatske u društvo država s investicijskim rejtingom dodatni su čimbenici koji su smanjili premiju rizika države i općenito troškove financiranja. Naposljetku, ključna je bila i aspiracija Hrvatske za prihvaćanje eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja. Formalan proces započeo je početkom srpnja kada je prema europskim institucijama odaslano i službeno pismo namjere za ulazak u Europski tečajni mehanizam II. Prema trenutnom planu ulazak bi se trebao dogoditi u drugoj polovici 2020. Njemu će prethoditi razdoblje monitoringa Europske komisije i ESB-a nad mjerama i procesima na koje se obavezala Vlada i HNB. Osim uske suradnje s ESB-om i dubinske procjene poslovanja vodećih banaka u suštini bi se moglo reći da se radi o primjeni najboljih europskih pravila (koji mogu ojačati financijski sustav i ekonomiju), stvaranju boljeg poslovnog okruženja (kroz smanjenje administrativnih i financijskih barijera) i poboljšanje upravljanja u javnom sektoru.

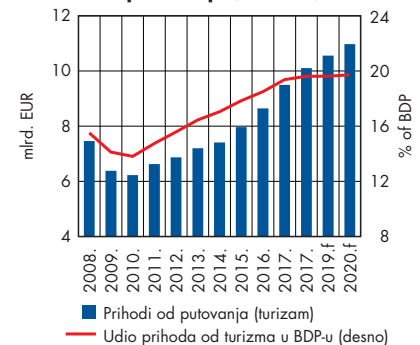
I dok se Hrvatska tek navikava na nešto snažnije stope rasta, Fed se priprema na prvo rezanje referente kamatne stope u posljednjih deset godina. Sve bliža je i odluka ESB-a o daljnjem labavljenju monetarne politike kroz spuštanje ionako negativne depozitne kamatne stope i ponovnog aktiviranja programa kupnje ob-

BDP i njegove sastavnice (2008 = 100)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od putovanja (turizma)



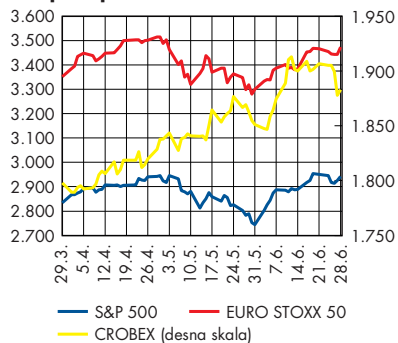
Izvori: Platna bilanca RH, HNB, DZS, Raiffeisen istraživanja

Eurozona – prognoze

	8.7.19.	III.19.	IV.19.	II.20.	IV.20.
ESB – ref.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Stopa					
Depozitna stopa	-0,40	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
Euribor 3mj.	-0,35	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Euribor 12mj.	-0,233	-0,35	-0,35	-0,35	-0,30
Njem. prinos na 2-god.	-0,75	-0,80	-0,80	-0,80	-0,70
Njem. prinos na 10-god.	-0,37	-0,30	-0,20	-0,20	0,20

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dionički indeksi – izvedba u drugom tromjesečju 2019.



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

veznica. Nova čelnica ESB-a od listopada, Lagarde, zasigurno će nastaviti smjer monetarne politike M. Draghija. Naime, inflacija ostaje potisnuta, rast skroman, a političke i trgovinske napetosti daleko su od rješavanja. Posljedica je snažan pad prinosa diljem euro područja.

Zaokret politike američkih i europskih monetarnih vlasti trebao bi smanjiti pritisak na profitabilnost globalnih kompanija s osnove troškova financiranja te bi u izostanku materijalizacije značajnih političkih rizika (trgovinski sukob između SAD-a i vodećih trgovinskih partnera – Kina i EU, tenzije između Irana i SAD-a te neizvjestan proces izlaska Velike Britanije iz EU) trebao i podržavati interes investitora za rizičnijim klasama imovine. S druge strane, povećan interes investitora za domaće dioničko tržište u ljetnim mjesecima mogao bi proizaći uslijed nadolazeće sezone objava poslovnih rezultata za drugo tromjesečje. Iznadočekivani poslovni rezultati, na krilima povoljnih rezultata u turizmu i nastavka rasta regionalnih gospodarstava dominantno na krilima osobne potrošnje, mogli bi ne samo podržati daljnji rast CROBEX-a već i rezultirati nastavkom rasta likvidnosti u odnosu na usporedno razdoblje prošle godine.

Zrinka Živković Matijević

Optimizam s velikom dozom opreza

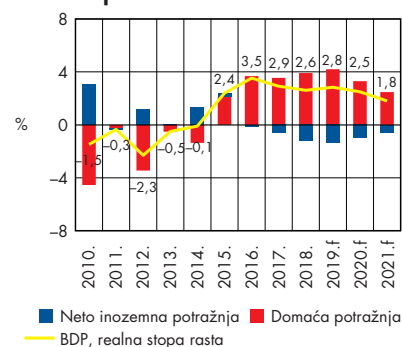
- Snažan rast u prvom tromjesečju
- Osobna potrošnja i investicije predvodnici rasta

Na krilima osobne potrošnje i investicija rast gospodarstva u prvom ovogodišnjem tromjesečju nadmašio je očekivanja dosegnuvi razmjeno visoku stopu od realnih 3,9%. Doprinos ukupne domaće potražnje iznosio je visokih 6,1 pb, ali su takva kretanja već uobičajeno bila pod utjecajem negativnog doprinosa neto inozemne potražnje (-2,2 pb) odnosno snažnijeg rasta uvoza roba i usluga od izvoza roba i usluga. Na tromjesečnoj razini RH je zabilježila najsnažniji realan rast među državama članicama EU i na godišnjoj razini nastavila rasti iznad prosjeka EU. Takva dinamika vratila ju je u društvo država koje već nekoliko posljednjih godina bilježe snažne stope rasta (poput Rumunjske, Mađarske i Poljske). Prvi visokofrekventni pokazatelji za drugo tromjesečje ukazuju na nastavak rasta, ali s približavanjem kraja tromjesečja primjetno je da bi stopa realnog rasta ipak trebala biti nešto umjerenija. Prvi pad trgovine na malo u svibnju, nakon više od 54 mjeseca realnog godišnjeg rasta te usporevanje obujma industrijske proizvodnje upozoravaju na oprez, ali i ukazuju na krhkost modela rasta oslonjenog na potrošnju. Naime, u uvjetima solidnog tržišta rada, privremeni pad trgovine možemo povezati s podbačajem svibanjskih rezultata u turizmu pod utjecajem vremenskih (ne)prilika. Takva kretanja i potencijalna uzročnost jasno podsjeća da je utjecaj i oslanjanje na turizam prevelik rizik i za gospodarstvo, ali indirektno i za javne financije budući da je prihodna strana uvelike oslonjena na najizdašniji porez – PDV. Tržište rada nastavit će bilježiti smanjenje stope nezaposlenosti prema novom povijesnom minimumu uz rast nominalnih i realnih plaća. Manjak radne snage osobito prisutan u nekim djelatnostima poput ugostiteljstva i građevinarstva pokušava se riješiti uvoznim kvotama, ali pitanje i problemi tržišta rada kroz neodgovarajuću ponudu radne snage, nisku stopu zaposlenosti i aktivnosti te općenito problem ljudskog kapitala ostat će uteg budućem rastu i razvoju Hrvatske. Industrijska proizvodnja, dijelom odražava usporevanje hrvatskih najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera, osobito Njemačke i Italije, ali niže stope rasta diljem Europe potencijalno mogu imati i veći utjecaj kod izvoza hrvatskih roba. S druge strane rast domaće potražnje implicira i veći uvoz pa se očekuje blago produbljivanje manjka u robnoj razmjeni te ukupno neto negativan doprinos inozemne potražnje. Međutim, ostajemo pri procjeni da su unutarnje rezerve dovoljne da kompenziraju vanjsko okruženje. Štoviše doprinos investicija se povećao, a njihove dvoznamenkaste stope realnog rasta u prvom ovogodišnjem tromjesečju, kao i rast obujma te vrijednosti građevinskih radova uz snažnije povlačenje sredstava iz EU fondova sugeriraju da će uz osobnu potrošnju, rast tijekom 2019. i 2020. biti predvođen upravo investicijama. U prilog rastu investicija ide činjenica da se približavamo izbornoj 2020. godini kada uobičajeno jačaju investicijske aktivnosti države osobito na lokalnoj razini. U takvim uvjetima umjerenost smo povisili procjene rasta BDP-a s 2,5% na 2,8% za 2019. te s 2% na 2,5% za 2020.

Povećanje potencijalne stope rasta, njegova održivost i otpornost i dalje ovise o dobro poznatim strukturnim mjerama na dio kojih se Vlada obvezala i u pismu namjere za pristupanje tečajnom mehanizmu ERM II poslanom na početku srpnja institucijama Europske unije.

Zrinka Živković Matijević

BDP i doprinosi rastu



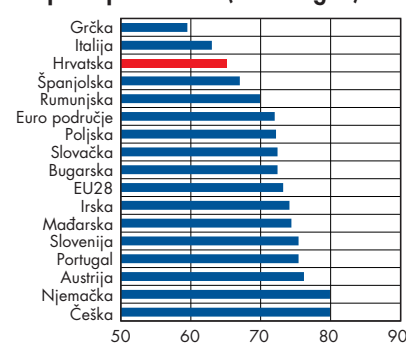
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

BDP, realna stopa rasta

	2018	2019.e	2020.f	2021.f
Poljska	5,2	4,4	3,3	2,3
Mađarska	4,9	4,2	3,1	2,5
Češka	2,9	2,4	2,2	1,7
Slovačka	4,1	3,5	2,8	1,9
Slovenija	4,5	3,3	2,3	1,0
Srednja Europa	4,5	3,8	2,9	2,1
Rumunjska	4,1	3,5	3,0	2,0
Bugarska	3,1	3,0	2,5	1,9
Hrvatska	2,6	2,8	2,5	1,8
Srbija	4,3	3,0	2,5	2,0
BiH	3,1	2,7	2,5	2,0
Albanija	4,1	3,6	2,5	2,0
Kosovo	4,2	4,0	3,0	2,0
Jugoistočna Eur.	3,7	3,3	2,8	2,0
Italija	0,9	0,1	0,3	
Njemačka	1,5	1,0	1,0	0,5
Euro područje	1,9	1,1	1,0	0,6
SAD	2,9	2,3	1,5	1,0

Izvori: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen istraživanja

Stopa zaposlenosti* (20–64 god)

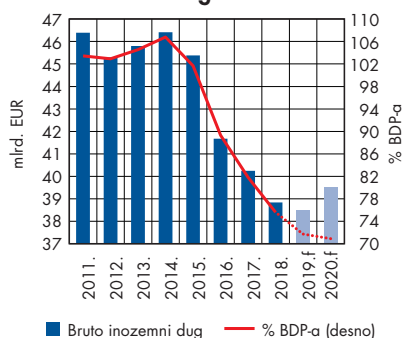


Postotak ukupne populacije
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Nastavljeno smanjenje vanjske ranjivosti

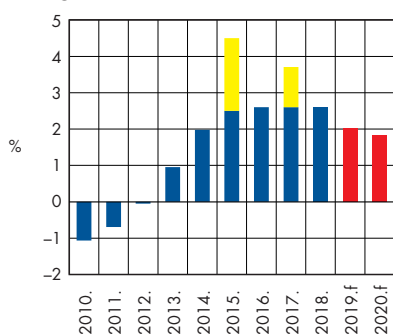
- Uobičajeni manjak na tekućem računu bilance plaćanja u prvom tromjesečju
- Novi ciklus zaduživanja financijskog sektora

Bruto inozemni dug



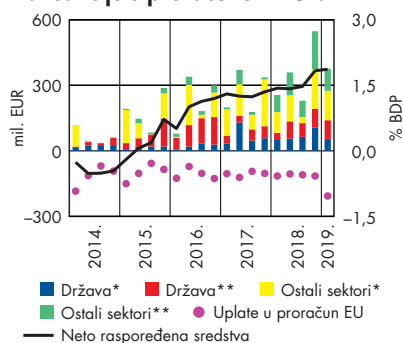
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

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

Manjak na tekućem računu platne bilance u prvom tromjesečju (2,2 mlrd. eura) posljedica je ponajprije primjetnog smanjenja neto izvoza usluga te u malo manjoj mjeri povećanja manjka na računu roba. Naime, iako je u prvom tromjesečju intenzivirana dinamika robne razmjene Hrvatske s inozemstvom zbog veće uvozne baze manjak u robnoj razmjeni s inozemstvom se povećao dok je i prilično pogoršan saldo na računu usluga. Nepovoljna kretanja dijelom su ublažena smanjenjem manjka na računu primarnog dohotka te blagim povećanjem ukupnog viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija. Promatrano kumulativno u posljednja četiri tromjesečja, suficitarni saldo na tekućem računu platne bilance bio je na razini od 2,0% BDP-a. Uključujući i kapitalni račun on je iznosio 3,5% BDP-a (-0,3pb u odnosu na cijelu 2018.).

Očekujemo da će se višak na tekućem računu platne bilance u razdoblju 2019.-2020. smanjiti na 2% BDP-a. Pri tome smatramo kako će nastavak snažne domaće potražnje ubrzati rast uvoza i proširiti manjak na računu roba. Istovremeno, izvoz usluga nastavit 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 prvog tromjesečja u relativnom se izrazu zadržao na razini s kraja 2018. (75,4% BDP-a). Uz nastavak vanjskog razduživanja sektora opće države kao rezultat povoljnih fiskalnih kretanja te razmjerno veće usmjerenosti države ka financiranju na domaćem tržištu, nastavljeno je i razduživanje ostalih domaćih sektora koje neprekidno traje od siječnja 2016. godine. S druge strane, krajem ožujka potvrđen je ponovni rast zaduživanja bankarskog sektora. Rezultat je to rastuće potražnje za kreditima, posebice gotovinskih nenamjenskih kredita koji od srpnja 2018. bilježe dvoznamenkaste godišnje stope rasta. Pri tome je vidljiv i trend blagog ubrzavanja rasta stambenih kredita.

Podržan gospodarskim kretanjima, ali i daljnjim razduživanjem u pojedinim sektorima (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. Najavljen nastavak snažnije ekspanzivne monetarne politike od strane ESB-a te početak novog ciklusa smanjenja kamatne stope FED-a zadržavat će troškove inozemnog zaduživanja na niskim razinama. U prilog poboljšanju uvjeta financiranja svakako ide i nedavna potvrda investicijskog rejtinga Hrvatskoj vidljiva i kroz kontinuirano smanjene premije rizika mjerne pokazateljem Credit Default Swap (CDS) pri čemu se petogodišnji dolarski CDS početkom srpnja spustio na povijesni minimum (78 baznih bodova).

Elizabeta Sabolek Resanović

Korak bliže euru

- EUR/HRK – bez promjena bez iznenađenja, potisnuta inflacija
- Pismo namjere ulaska u euro područje poslano

Devizno tržište ostalo je poprilično uspavano i tijekom drugog tromjesečja. Izoštanak volatilnosti, pa čak i uobičajene sezonalnosti, zadržavali su tečaj uglavnom na razinama blago višim od 7,40 kuna za euro. Očekivano, jači aprecijacijski pritisci na domaću valutu bili su ublaženi potražnjom za devizama od strane korporativnog sektora vjerojatno s ciljem isplate dividendi nerezidentnim vlasnicima. U takvim uvjetima nije bilo potrebe za deviznim intervencijama HNB-a. S približavanjem središnje turističke sezone i početkom sezone godišnjih odmora jačala je potražnja za kunom pa je srednji tečaj EUR/HRK pred kraj lipnja pao ispod 7,40 kuna za euro. Središnji ljetni mjeseci trebali bi zadržavati tečaj kune u odnosu na euro ispod navedene razine ali kao donju granicu vidimo 7,37 kuna za euro dijelom i pod utjecajem činjenice da će središnja banka kao i u proteklih desetljeća ostati dosljedna u provođenju politike stabilnog tečaja kao glavnog sidra monetarne politike. S dolaskom jesenskih mjeseci očekujemo povratak tečaj prema blago višim razinama, ali i zadržavanje istog ispod 7,45 kuna za euro.

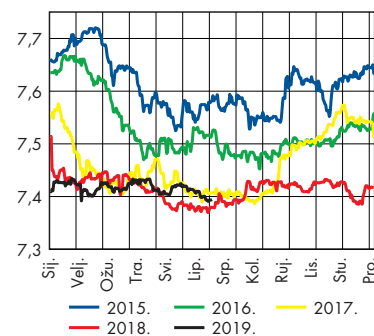
U uvjetima niske i potisnute inflacije ekspanzivni karakter monetarne politike ostat će prisutan ne samo u 2019. već i tijekom 2020. godine slijedeći tako i politiku ESB-a. Uz ogroman višak kunske likvidnosti na tržištu kamatne stope prema našim očekivanjima ostat će na povijesno niskim razinama ne samo ovu, već i tijekom 2020. godine. Prosječna stopa inflacije potrošačkih cijena u prvoj polovici godine ostala je skromna na razini 0,7% s osjetno jačim doprinosom cijena energije. Doprinos usluga očekivano je veći od doprinosa dobara, što i ne iznenađuje s obzirom na snažnu potražnju u turizmu, otvorenost ekonomije i tendenciju konvergencije cijena prema europskom tržištu. Treće tromjesečje moglo bi donijeti blagu tendenciju jačanja inflacije, ali bi ona na razini cijele godine trebala usporiti na ispod jedan posto.

Ukupno gledajući, razina cijena u Hrvatskoj nalazi se na 68% prosjeka EU28. Pritom treba napomenuti da se primjerice cijene hrane i bezalkoholnih pića već nalaze na 97% prosjeka EU dok se cijene električne energije, plina i goriva nalaze tek na 65% prosjeka Unije. Dakle, kod razmjenjivih dobara prisutno je najmanje odstupanje dok je najveće odstupanje od prosjeka najviše izraženo kod tzv. administrativno reguliranih cijena (poput plina, vode, električne energije itd). Procjena utjecaja ulaska u euro područje na rast cijena ostaje zaista skromna (od svega 0,2pb), ali i bez eura realna konvergencija i potencijalna liberalizacija cijena određenih dobara i usluga utjecale bi na rast potrošačkih cijena i postupno približavanje prosjeku EU28.

Ipak i u takvim uvjetima ne samo 2019. godina već i naredno srednjoročno razdoblje trebalo bi donijeti umjerene stope inflacije (ispod 2%). Pritom kao i u euro području veći odmak od trenutnih prognoza mogu uzrokovati neočekivani i teško predvidivi poremećaji na svjetskim robnim tržištima (poput sirove nafte i hrane).

Fokus tržišnih sudionika svakako je usmjeren na potencijalni ulazak Hrvatske u Europski tečajni mehanizam (ERM II), koji se očekuje u drugoj polovici 2020. a

Srednji tečaj EUR/HRK



*do 10. srpnja 2019.

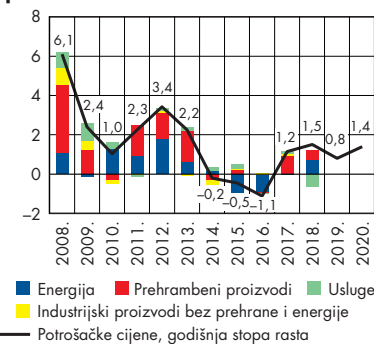
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Kamatne stope na tržištu novca, ZIBOR

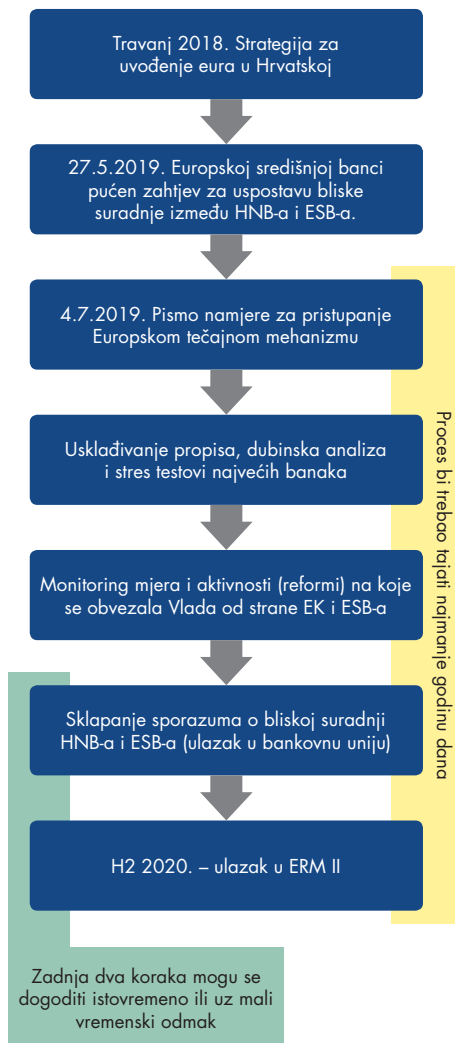
	III.19.	IV.19.	II.20.	IV.20.
1 – mj.	0,41	0,41	0,41	0,50
3 – mj.	0,49	0,49	0,50	0,55
6 – mj.	0,49	0,49	0,50	0,55
9 – mj.	0,50	0,50	0,50	0,65
12 – mj.	0,53	0,53	0,51	0,70
EUR/HRK				
Kr. razdoblja	7,40	7,42	7,40	7,42
Prosjek	7,40	7,40	7,40	7,40

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Godišnje stope inflacije i doprinosi komponenata inflaciji potrošačkih cijena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja



prethodit će mu i određivanje središnjeg pariteta tečaja kune u odnosu na euro oko kojeg bi se kuna trebala kretati barem naredne dvije godine. Središnji paritet EUR/HRK ne bi trebao znatnije odstupati od trenutne razine razina tečaja kune u odnosu na euro.

Hrvatska je u prvom tjednu srpnja uputila članicama europodručja, Danskoj i institucijama Europske unije pismo namjere o ulasku u ERM II*, čime je učinjen prvi formalni korak prema sudjelovanju u ERM II, koji prethodi uvođenju eura kao službene valute.

Uz pismo namjere, članicama i institucijama EU dostavljen je i Akcijski plan u kojemu su detaljno opisane reforme i mjere koje su se Vlada i HNB obavezali provesti prije ulaska u ERM II odnosno u narednih godinu dana. One pokrivaju šest područja: daljnje jačanje supervizije bankovnog sustava uspostavom bliske suradnje između HNB-a i ESB-a, jačanje okvira za provođenje makroprudencijalne politike; jačanje okvira za sprječavanje pranja novca; unapređenje sustava prikupljanja, obrade i objave statističkih podataka; poboljšanje upravljanja u javnom sektoru; te smanjenje administrativnog i financijskog opterećenja za gospodarstvo. Pismo namjere pozitivno je prihvaćeno od strane Euroskupine.

Prije slanja Pisma namjere Hrvatska je krajem svibnja 2019. Europskoj središnjoj banci poslala zahtjev za uspostavljanje bliske suradnje u obavljanju poslova nadzora banaka. Postizanje Sporazuma o bliskoj suradnji između HNB-a i ESB-a nužan je preduvjet za ulazak Republike Hrvatske u ERM II. Dakle, usporedno s ulaskom u ERM II trebao bi se dogoditi i ulazak Hrvatske u bankovnu uniju. Zaključenju Sporazuma o bliskoj suradnji prethoditi će (u narednom jednogodišnjem razdoblju) dubinska procjena poslovanja vodećih banaka u RH (eng. asset quality review – AQR) i stres test.

Po ulasku u bankovnu uniju nadzor nad bankama u vlasništvu velikih bankovnih grupacija provoditi će ESB (trenutno pet velikih banaka) dok će nadzor nad manjim bankama samostalno obavljati HNB uz koordinaciju ESB-a prema vriedćim pravilima europodručja. Primjene europskih standarda i propisa koji su preduvjet za Sporazum, ali i provedba reformskih mjera (koja godinama ostaje otvorena i spora) poput prodaje manjinskih (ispod 25%) udjela RH u kompanijama koja nisu od strateškog interesa, depolitizacija i profesionalizacija javne administracije, poboljšanje poslovnog okruženja itd. zasigurno bi pozitivno utjecali na povećanje konkurentnosti i održivosti rasta Hrvatske.

Upravo potonje mnogo je važnije od samog ispunjavanja normativnih kriterija iz Maastrichta. Nakon ERM II koji će trajati najmanje dvije godine slijedilo bi prihvaćanje eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja i ulazak Hrvatske u euro područje. Najraniji početak stoga nije izgledan prije 2023. iako kao realniji najraniji datum vidimo 2024.

Zrinka Živković Matijević

* Ključni dokumenti u procesu pristupanja ERMII mogu se naći na web stranicama središnje banke odnosno na sljedećim likovima

- <https://www.hnb.hr/-/republika-hrvatska-uputila-pismo-namjere-o-ulasku-u-europski-tecajni-mehanizam-erm2->
- <https://www.hnb.hr/-/euroskupina-pozdravila-namjeru-republike-hrvatske-za-ulazak-u-erm-ii>

Investicijski rejting povećao potražnju za hrvatskim izdanjima?

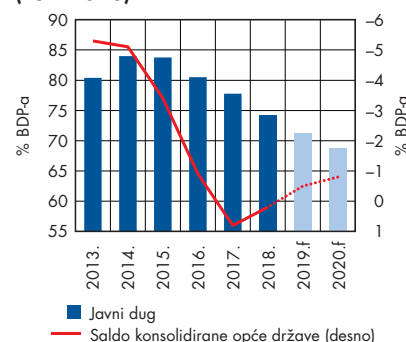
- Prinosi na povijesno niskim razinama
- Nastavak fiskalne discipline kao imperativ i zbog ulaska u ERM II

Krajem travnja Izvješćem o prekomjernome proračunskom manjku i razini duga opće države zaokružena je fiskalna statistika RH za 2018. te je potvrđen višak konsolidirane opće države drugu godinu za redom (0,2% BDP-a). Travanjska EDP notifikacija potvrdila je i nastavak smanjenja udjela duga opće države u BDP-u na 74,2% BDP-a. Razboriti smjer u vođenju fiskalne politike nastavljen je i tijekom ove godine. Stoga na razini cijele 2019. možemo očekivati gotovo uravnotežen saldo opće države i daljnje smanjenje udjela javnog duga u BDP-u. Kao zemlja koja je na putu ulaska u eurozonu, Hrvatska je zasigurno spremna pridržavati se strožih fiskalnih kriterija. Stoga očekujemo kako će se apetiti proračunskih korisnika nastojati i dalje obuzdavati dok će rast temeljen na potrošnji pogodovati prihodima.

S druge strane, održivost trenutnih politika i struktura nešto je u što treba uložiti značajnije napore jer se realna konvergencija, održivije i otpornije gospodarstvo stvara poboljšanjem konkurentnosti na način da se značajno smanji utjecaj države na tržište, ali s druge strane ojača slabo institucionalno i poslovno okruženje. Što je snažnije institucionalno okruženje to je i uspješnost povlačenja sredstava iz fondova EU veća što i ne iznenađuje budući da ista relacija vrijedi i za konkurentnost nacionalnih ekonomija. Međutim, na tim područjima, Hrvatska po oba pokazatelja već dugi niz godina ne pokazuje značajan napredak. Stoga je i Vlada u posljednjem Nacionalnom programu reformi 2019. unutar reformskih prioriteta kao prvi cilj navela jačanje konkurentnosti gospodarstva. Vlada taj korak, između ostalog, namjerava sprovesti kroz administrativno rasterećenje poslovnog sektora te rasterećenje od raznih neporeznih davanja. Nadalje, u dokumentu se ponovo navodi prioritet unaprjeđenja investicijskog okruženja te aktivacije državne imovine kao i učinkovitije upravljanje ljudskim resursima te poboljšanje učinkovitosti pravosudnog sustava. Ostali reformski prioriteti odnose se na usklađivanje obrazovnog sustava u skladu s potrebama tržišta rada što podrazumijeva reformu općeg i strukovnog obrazovanja, cjeloživotno obrazovanje te učinkovito i relevantno visoko obrazovanje te na održivost javnih financija. Zanimljivo je da nakon što je u Nacionalnom programu reformi 2017. propisano uvođenje poreza na nekretnine od 1. siječnja 2018. te je u istom dokumentu za 2018. predviđena kompletna priprema za njegovu implementaciju u ovogodišnjem Nacionalnom programu reformi ideja uvođenja poreza na nekretnine u potpunosti je iščezla.

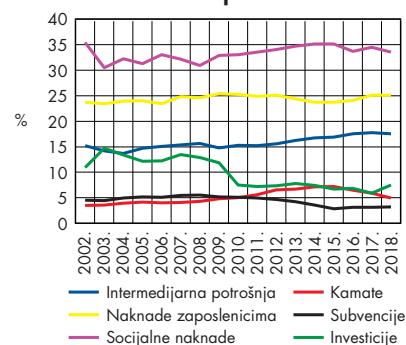
Iz Programa konvergencije 2019. – 2022. vidljivo je kako su ukupni prihodi i rashodi proračuna opće države za ovu godinu planirani na razini 47% odnosno 47,3% BDP-a što su ustvari i razine iz 2018. Pri takvim kretanjima, prema procjenama Vlade, proračun opće države će u 2019. zabilježiti manjak od 0,3% BDP-a. Naša očekivanja su nešto konzervativnija (–0,5% BDP-a u 2019.). U dokumentu je za 2020. navedena i ranije najavljena diskrecijska prihodna mjera smanjenja opće stope PDV-a od 1. siječnja 2020. na 24%. Ova mjera imala bi negativna učinak na prihodnu stranu proračuna za 1.629 mil. kuna ili –0,4% BDP-a. Ovdje i dalje ostajemo oprezni pri očekivanjima budući da se polovica poreznih prihoda opće države odnosi na prihode od PDV-a, u uvjetima

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



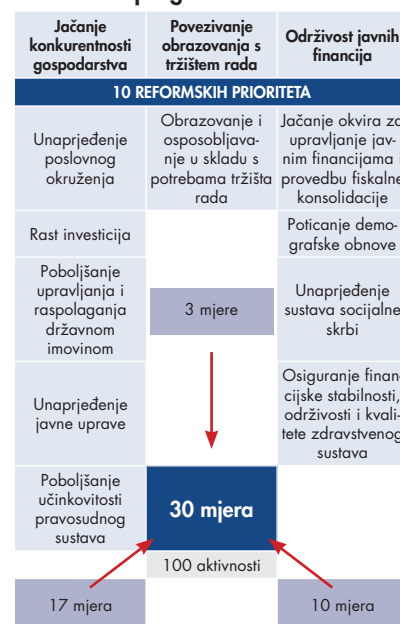
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Struktura rashoda opće države



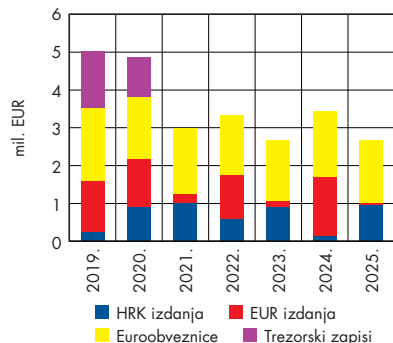
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Nacionalni program reformi 2019.



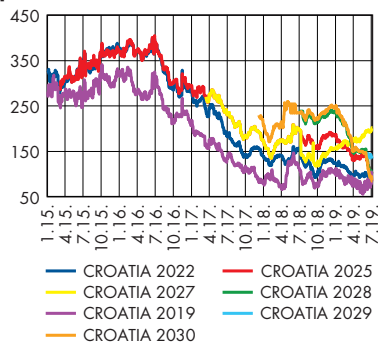
Izvor: Vlada RH, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



* glavnica i kamate
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Spreadovi na euroobveznice*



* u baznim bodovima
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

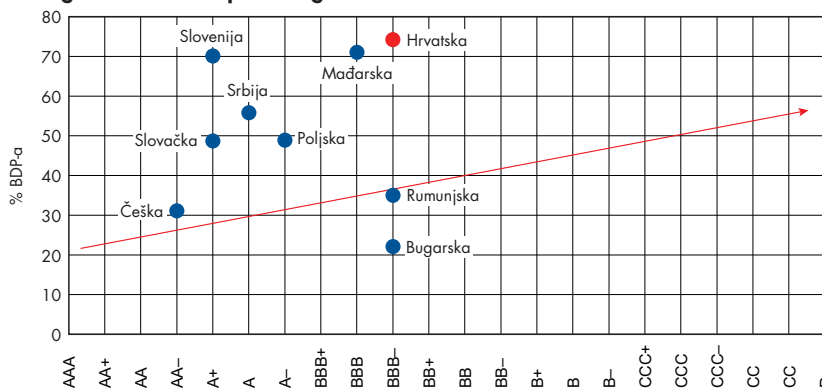
još uvijek skromnih reformskih zahvata, ostaje nepoznanica na koji način Vlada namjerava nadomjestiti smanjene priljeve.

Uz fiskalna poboljšanja te pozitivno ozračje stigla je i potvrda investicijskog rejtinga od strane agencije Fitch (podsjetimo, u ožujku je S&P podignuo kreditni rejting RH i vratio Hrvatsku u društvo zemalja s investicijskim rejtingom nakon 6 godina). Optimizam koji je zavladao na domaćem financijskom tržištu podržan i globalnim okruženjem gdje vodeće središnje banke nastavljaju s ekstra ekspanzivnim monetarnim politikama bio je pravi trenutak za još jedan izlazak države na inozemno tržište kapitala. Sredinom lipnja Hrvatska je na europskom tržištu izdala 1,5 mlrd. eura desetogodišnjih euroobveznica uz povijesno nizak prinos tako da premije na izdanje nad postojećom krivuljom prinosa gotovo da nije niti bilo. Razlog takvom "pricingu" novog izdanja možda možemo tražiti u podcijenjenosti krivulje prinosa (da nije bilo izdanja možda bi krivulja već bila na nižim razinama prema razinama Mađarske ili Bugarske). S druge strane, jasno je da se pojavljuje nova potražnja za hrvatskim dužničkim papirima vjerojatno i od strane investitora koji zbog ranije razine kreditnog rejtinga nisu bili u mogućnosti kupovati hrvatska izdanja. Naravno, ne smijemo zanemariti niti domaću potražnju, ali i pojačanu potražnju za vrijednosnim papirima koji nose barem neki povrat.

Prema *Strategiji upravljanja javnim dugom*, treće i četvrto tromjesečje rezervirano je za izdanja na domaćem tržištu kojim će Vlada zatvoriti (re)financiranje za 2019. S obzirom na ekonomsko okruženje, solidna fiskalna poboljšanja i podizanje rejtinga, nije isključeno daljnje blago sužavanje spreadova – osobito na duljem kraju krivulje. Osim toga, investitori, uglavnom institucionalni, kao i obično, željni su novih lokalnih izdanja kako bi plasirali visoku likvidnost akumuliranu u svojim bilancama. Za Vladu zaduživanje pod takvim uvjetima znači značajne uštede na kamatnim troškovima koji su u posljednje tri godine smanjeni za gotovo 3 mlrd. kuna ili 25% te su u 2018. bili na razini 2,3% BDP-a. Očekujemo kako će se povoljan trend nastaviti.

Elizabeta Sabolek Resanović

Rating* u odnosu na javni dug



*Standard & Poor's
Izvori: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

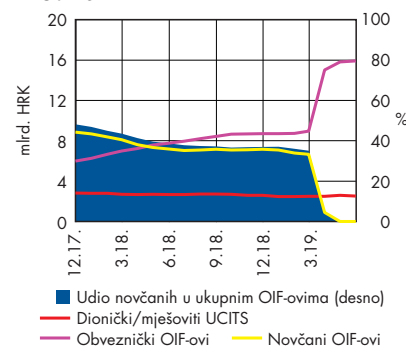
Strukturne promjene u bilanci kreditnih institucija

- Stabilan rast kredita stanovništvu
- Transformacija novčanih u obvezničke investicijske fondove
- Nastavak smanjivanja neprihodujućih kredita

Dugotrajan višak likvidnosti u financijskom sustavu i posljedično snižavanje tržišnih kamatnih stopa na povijesni minimum dovodi do promjena potražnje za financijskim proizvodima. Izostanak prinosa na oročene depozite smanjuje motivaciju klijenata za ugovaranjem oročenih depozita, pa se učešće oročenih u ukupnim depozitima klijenata u svibnju snizilo na 41,4%, odnosno za 7 postotnih bodova na godišnjoj razini. Promjene u ročnoj strukturi depozita povećavaju udjel kunskih depozita koji su u svibnju dosegli 43,6% u ukupnim depozitima. Naime, kunski udio oročenih depozita ne prelazi 25%, dok je u a'vista depozitima udio kunskih natpolovičan. Valutna struktura oročenih i a'vista depozita je stabilna, pa rast učešća a'vista u ukupnim depozitima rezultira u povećanju udjela kunskih izvora u bilancama kreditnih institucija. Do kraja godine predviđamo nastavak jačanja kunskih izvora s osnova pada učešća oročenih u ukupnim depozitima uz nastavak trenda porasta ukupnih depozita klijenata.

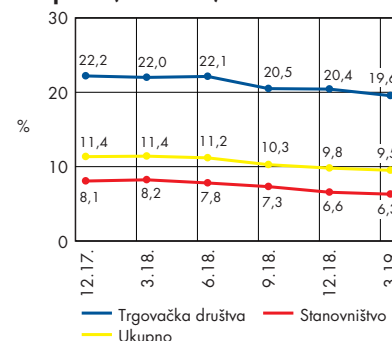
Promjene su izražene i u strukturi investicijskih fondova. Povijesno, iz razdoblja visokih kamatnih stopa na tržištu novca naslijeđen je dominantan položaj novčanih u strukturi investicijskih fondova. Recentni pad prinosa na kratkoročne financijske instrumente usmjerio je fond-managere na ulaganja u dugoročne instrumente. Konačno, u ožujku i travnju ove godine novčani fondovi su se transformirali u obvezničke fondove pa je učešće obvezničkih u strukturi investicijskih fondova premašilo 82%. U nastavku godine predviđamo daljnje jačanje obvezničkih fondova koji bi privlačenjem dijela depozita iz kreditnih institucija mogli ubrzati rast ukupne imovine u investicijskim fondovima. Promjene su izražene i u strukturi kredita. Pad kamatnih stopa na kredite povećao je potražnju stanovništva za kreditima. Lokalna pravila za izračun kreditne sposobnosti vezana su uz propisanu zaštitu dohotka dužnika od mjera prisilne naplate (ovrha). Time je ograničena dostupnost stambenih kredita za klijente s ispodprosječnim dohotkom, ali ta ograničenja se ne odnose na ostale vrste kredita stanovništvu. Posljedično, rast nenamjenskih kredita (12% na godišnjoj razini, mjereno na osnovu transakcija) trostruko je brži u odnosu na rast stambenih kredita (4%). Preporukom regulatora (HNB iz veljače ove godine) kreditne institucije se usmjeravaju na ujednačavanje uvjeta kreditiranja i izračuna kreditne sposobnosti između stambenih i nenamjenskih kredita stanovništvu. Do kraja godine očekujemo da će se stopa rasta kredita stanovništvu zadržati na razini iznad 5% godišnje, uz ujednačavanje tempa rasta između stambenih i nenamjenskih kredita. Istovremeno, u sektoru poduzeća izostaje oporavak potražnje za kreditima unatoč ostvarenom padu kamatnih stopa na kredite. Jednokratni čimbenik za smanjenje zaduženosti u sektoru poduzeća je uklanjanje najvećeg zajmoprimca s tržišta (Agrokor). Trajni uzročnik smanjenja potražnje za kreditima je povećanje likvidnosti u sustavu koje omogućava pozajmljivanje između poduzeća uz istiskivanje kreditnih institucija. Dok god se vode relaksirane monetarne politike ograničen je rast potražnje za kreditima. S druge strane, višak likvidnosti na financijskim tržištima olakšava položaj dužnicima putem održavanja pritiska na smanjivanje kamatnih stopa. Rezultat je poboljšavanje kvalitete kreditnog portfelja koje razaznajemo iz smanjivanja razine neprihodujućih kredita.

Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina



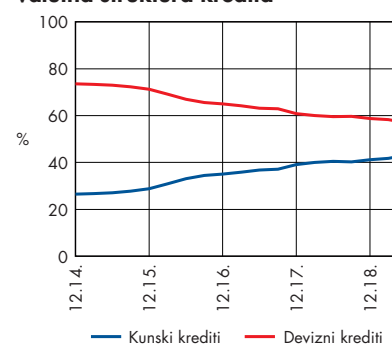
Izvor: HANFA, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim (NPL ratio)



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Valutna struktura kredita



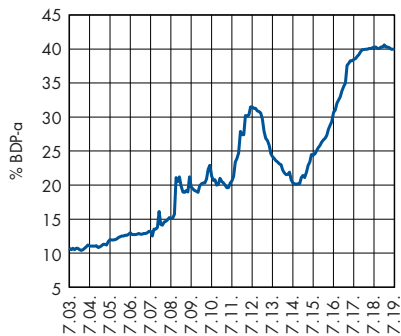
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Anton Starčević

Američki Fed nagovijestio "rezanje" kamatne stope

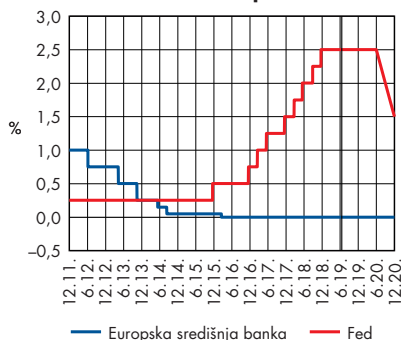
- ESB: spremna za daljnje monetarno popuštanje
- ESB: špekulacije o daljnjem smanjenju kamatne stope
- SAD: novi ciklus smanjenja kamatnih stopa započinje u trećem tromjesečju

Bilanca ESB-a



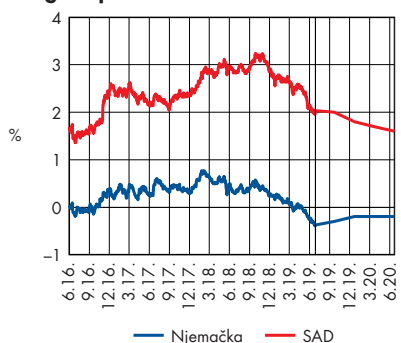
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Referentne kamatne stope



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

10-god. prinosi



Izvor: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Posljednjih tjedana špekulacije o smanjivanju kamatne stope ESB-a su čvrsto utemeljene na financijskim tržištima eurozone. Smanjenje depozitne stope ESB-a za oko 20 baznih bodova do kraja godine već je ugrađeno u cijene *futures* ugovora za kamatne stope na novčanom tržištu. Na svom sastanku početkom lipnja, Europska središnja banka je ustvari iznijela mogućnost nepromijenjenih referentnih kamatnih stopa do sredine 2020. godine. Međutim, posljednja službena izjava iz ESB-a upućuje na daljnje ublažavanje monetarne politike. Predsjednik ESB-a M. Draghi navedenom je izjavom u stvari precizirao budući smjer kretanja: ukoliko se gospodarski pokazatelji ne poboljšaju bit će potrebno dodatno ublažavanje monetarne politike. Osim poslovnog ciklusa i niske inflacije, ESB je posebno zabrinuta zbog kolapsa na tržištima oko očekivanja kretanja inflacije. Naime na tržištima *swap* ugovora razina inflacije za petogodišnje ugovore je na razini nešto višoj od 1,1%. Dijelimo mišljenje ESB-a da je vjerojatnost približavanja recesiji u eurozoni vrlo niska. S druge strane, očekujemo da će se globalni ekonomski zamah usporiti. Stopa inflacije će u nadolazećim mjesecima i dalje padati i, prema našem mišljenju, još će dugo ostati ispod ciljane razine ESB-a. Stoga vjerujemo da će uvjeti, koji su nedavno postavljeni kao razlog daljnjem smanjenju kamatnih stopa, biti ispunjeni. Očekujemo da će čelnici ESB-a na zasjedanju u rujnu smanjiti depozitnu kamatnu stopu za 20 baznih bodova dok će glavna stopa refinanciranja ostati nepromijenjena na 0,0%. Daljnje smanjenje vjerojatno će biti popraćeno "sustavom razvrstavanja". Stoga bi se negativne kamatne stope trebale primjenjivati samo na dio viška likvidnosti kod središnje banke. Konačno, ponovno pokretanje programa otkupa obveznica na prijelazu godine smatramo vrlo vjerojatnim.

I američka središnja banka (Fed) također je nagovijestila preokret u monetarnoj politici. Iako je na zasjedanju u lipnju ostavila raspon referentne kamatne stope nepromijenjen retorika Fed-a značajno je izmijenjena. Signalizirano je kako će kamatne stope uskoro biti smanjene s obzirom na rizike u gospodarskim kretanjima (ponajprije zbog trgovinskog sukoba SAD-a i Kine) kao i kretanja inflacije, koja ostaje ispod ciljane razine Fed-a. Navedena kretanja već su tjednima ugrađena u financijske instrumente (Fed *futures* ugovore). Preokret u smjeru vođenja monetarne politike sada se također odražava i u očekivanjima kretanja kamatnih stopa. Većina monetarnih autoriteta sada očekuje barem jedno spuštanje kamatnih stopa do kraja godine. Vjerujemo da je Fed spreman uskoro smanjiti referentnu kamatnu stopu kako bi proaktivno suzbio bilo koju slabost u određenim dijelovima američkog gospodarstva. Očekujemo kako će se Fed na taj korak odlučiti već u srpnju kada bi se raspon referentne kamatne stope mogao spustiti za 25 bb. Do kraja godine očekujemo još jedno spuštanje referentnog kamatnjaka.

Nakon posljednjeg zasjedanja Fed-a postalo je jasno kako su inflacijska očekivanja sada odlučujući čimbenik prilikom donošenja odluke. To potvrđuje i činjenica kako su prognoze inflacije smanjene dok su očekivanja rasta i nezaposlenosti ostale praktički nepromijenjene.

Elizabeta Sabolek Resanović

CROBEX se svrstao među vodeće regionalne dioničke indekse

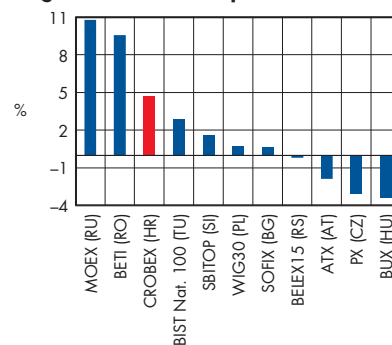
- Većina dioničkih indeksa regije SIE u proteklom tromjesečju ostvarila rast vrijednosti
- U drugom tromjesečju povrat CROBEX-a iznad prosjeka regije
- Politički rizici i smjer monetarne politike vodećih svjetskih središnjih banaka bit će u fokusu investitora u drugoj polovini godini

U proteklom tromjesečju većina dioničkih indeksa u SIE regiji ostvarila je pozitivne povrate, a rastom je predvodio ruski indeks MOEX. Rast ruskog dioničkog tržišta u drugom tromjesečju ne samo da je nadmašio izvedbu ostalih regionalnih dioničkih tržišta već i istu vodećih europskih i američkih dioničkih indeksa. Rezultat je to prvenstveno iščezavanja rizika vezanih za uvođenje novih američkih sankcija i u tom pogledu privremenog zatišja oštre retorike američkih vlasti prema Rusiji. Fokus potonjih je sada primarno preusmjeren prema Iranu. U takvom okruženju MOEX je dostizao rekordne vrijednosti, a interes stranih investitora za ulaganjem u rusko tržište kapitala podržan je i ovogodišnjim jačanjem ruske rublje. Visinom ostvarenog prinosa u drugom tromjesečju jedino se rumunjski indeks BET uspio približiti ruskom MOEX-u. Optimizam investitora na tom tržištu rezultat je bitno ublaženih mjera usmjerenih ka rumunjskom bankarskom odnosno financijskom sektoru, a u odnosu na kontroverznu izvanrednu uredbu iz prosinca prošle godine. Osim toga i nadalje postoji mogućnost smanjenja nametnutog dodatnog poreznog opterećenja, a u vidu prethodno navedene uredbe, za kompanije iz energetskog i telekomunikacijskog sektora. Dodatno, privlačnost rumunjskog dioničkog tržišta i nadalje je podržana relativno visokim dividendnim prinosom, ali investitori pritom ne bi trebali zanemariti prisutan politički rizik koji bi se s približavanjem predsjedničkih izbora krajem godine mogao intenzivirati.

Iznadočekivani gospodarski rast SAD-a i europa područja u prvom ovogodišnjem tromjesečju, prelio se i na gospodarstva regije SIE te su godišnjim rastom prednjačile Mađarska (+5,3%) i Rumunjska (+5,1%). Ipak, prisutne neizvjesnosti na tržištima koje su prvenstveno povezane s političkim rizicima (trgovinski sukob između SAD-a i vodećih trgovinskih partnera – Kina i EU, tenzije između Irana i SAD-a te neizvjestan proces izlaska Velike Britanije iz EU), u okruženju očekivanog usporavanja rasta, rezultirale su zaokretom politike američkih i europskih monetarnih vlasti. Pojačan interes investitora za ulaganjem u rizičnije klase imovine potaknut je i privremenim primirjem u trgovinskom sukobu SAD-a i Kine. Međutim, nadolazeći pokazatelji iz realne ekonomije i inflacijska očekivanja, mogli bi ipak unositi volatilnost na globalna dionička tržišta uslijed trenutnog čvrstog i već ukalkuliranog uvjerenja investitora u pogledu ovogodišnje dinamike smanjenja referentnog kamatnjaka Fed-a. Stoga, ostajemo oprezni u pogledu izloženosti prema regionalnim dioničkim tržištima u ljetnim mjesecima kada isti tradicionalno ostvaruju slabe povrate.

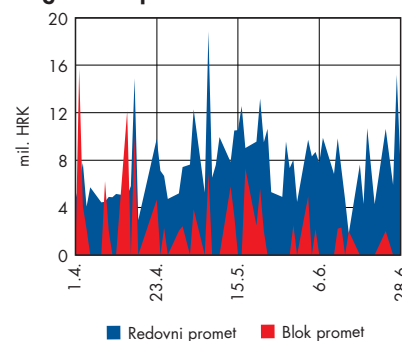
Na dioničko tržište u Hrvatskoj u prvoj polovini godine utjecali su ostvareni rast profitabilnosti kompanija te povoljno makroekonomsko okruže-

Regionalni indeksi – prinosi*



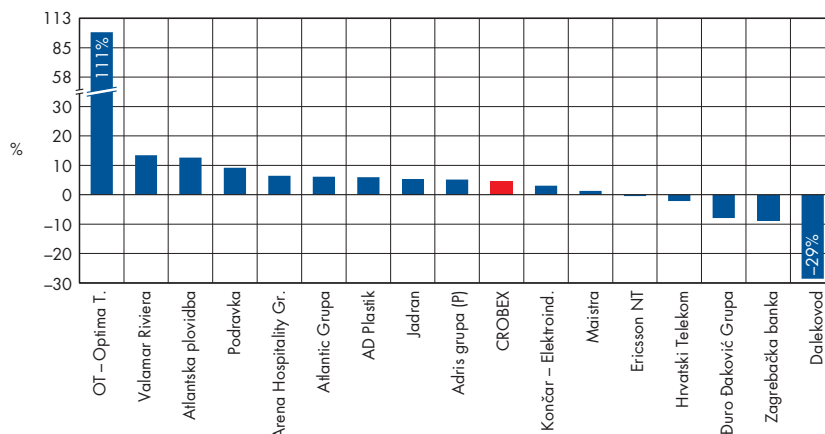
* u lokalnoj valuti na datum 28.6.2019. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dnevni promet dionicama na Zagrebačkoj burzi



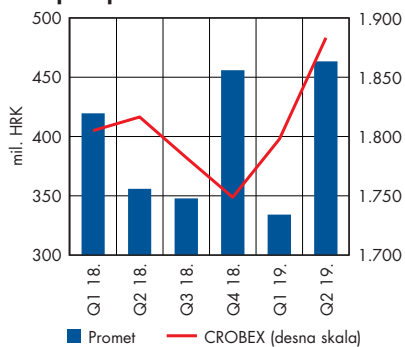
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

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



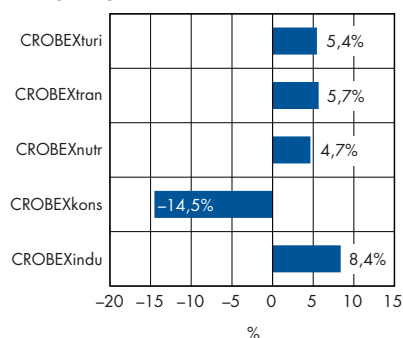
* povrati izračunati na datum 28.6.2019. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Tromjesečni redovni promet dionicama i CROBEX na kraju tromjesečja



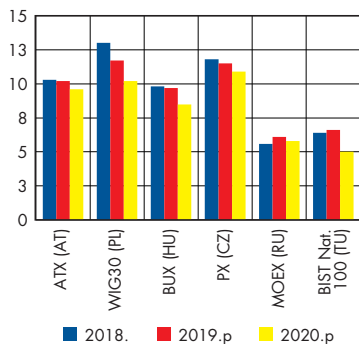
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati sektorskih indeksa u drugom tromjesečju 2019.



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

P/E omjer regionalnih dioničkih indeksa



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

nje. Tako je CROBEX u drugom tromjesečju porastao za 4,7%, a redovni promet iznosio je u prosjeku svega 7,7 mil. kuna dnevno. Ipak, ukupni redovni promet od 463,3 mil. kuna primjetno je viši u odnosu na prvo ovogodišnje tromjesečje, ali i u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Povećan interes investitora za domaće dioničko tržište zasigurno je odraz iščezavanja narušenog povjerenja tržišnih dionika u svijetlu poslovnog i financijskog kraha Agrokor. Usprkos zabilježenom rastu likvidnosti ipak ne očekujemo da u 2019. godini bude ostvarena razina likvidnosti iz razdoblja prije eskalacije krize u Agrokoru.

Najveći rast među sastavnicama CROBEX-a imale su dionice OT–Optima Telekom. Rezultat je to očekivanja investitora o potencijalnoj daljnjoj konsolidaciji telekom operacija društva United Group na domaćem tržištu, s kojim je švedski Tele2 AB dogovorio prodaju svog hrvatskog poslovanja (Tele2 Hrvatska). Stoga je optimizam investitora, na krilima vrijednosti dogovorene transakcije prodaje Tele2 Hrvatska i daljnjeg pozitivnog trenda poslovanja OT–Optima Telekoma u prvom ovogodišnjem tromjesečju, rezultirao snažnim rastom cijene dionice u proteklom tromjesečju. Osim domaćih telekomunikacijskih kompanija, fokus investitora zadržan je na dionicama kompanija iz turističkog sektora. Iako visoka turistička sezona tek dolazi, recentno objavljeni indikatori broja turističkih dolazaka i noćenja za prvih šest mjeseci ove godine daju osnove za optimizam. Ministar turizma pritom je istaknuo da bojazni nema za turističke rezultate onih subjekata, koji su aktivno ulagali u podizanje kvalitete usluge. U tom kontekstu, ističu se najavljene investicije društava Valamar Riviera te Adris grupa. Nadzorni odbor Valamar Riviere načelno je dao prethodno odobrenje investicija za sljedeću godinu u iznosu od 599 mil. kuna, a koje uključuju početak izgradnje ljetovališta u zoni Pical, ulaganje u hotel Zagreb u Poreču, nastavak ulaganja u Istra Premium Camping Resort u Funtani te druge projekte. S druge strane, Adris grupa najavila je namjeru ulaganja više od dvije mlrd. kuna u turistički segment Grupe do 2023. godine. Time bi 95 posto hotelskih kapaciteta trebalo biti na najvišoj razini ponude.

Osim toga, u fokusu su bile isplate dividendi te je među likvidnijim izdanjima većina kompanija, na krilima dobrih poslovnih rezultata prethodne godine, povećala iznos predložene dividende po dionici. Navedeno je podržalo izvedbu indeksa CROBEXtr, koji je u drugom tromjesečju porastao za primjetnih 7,6%. Istovremeno se, promatrano prema sektorima, rastom od 8,4% ističe indeks CROBEXindu. Najznačajniji doprinos rastu na tromjesečnoj razini proizašao je uslijed snažnog rasta vrijednosti dionica društva Varteks (+15,5%). Odras je to, pored provedenog otpuštanja dijela vlastitih dionica putem prodaje istih na uređenom tržištu Zagrebačke burze, očekivanja da bi nastavljeni izvrsni poslovni rezultati u maloprodaji zajedno s provedenim troškovnim restrukturiranjem trebali rezultirati uvjerljivo najboljim polugodišnjim poslovnim rezultatom u zadnjih deset godina. S ciljem daljnjeg odnosno dugoročnog povećanja likvidnosti domaćeg tržišta kapitala, Zagrebačka i Ljubljanska burza prošlog mjeseca započele su s objavljivanjem novog dioničkog indeksa – ADRIAprime. Navedeni indeks je ukupnog prinosa, a u svom sastavu uključuje dionice uvrštene u Vodeća tržišta Zagrebačke i Ljubljanske burze. Uvođenje indeksa, stoga predstavlja daljnji korak u suradnji dvije burze s namjerom povećanja vidljivosti regije prema stranim investitorima.

Silvija Kranjec

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomika 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
 Silvija Kranjec, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 335, e-adresa: silvija.kranjec@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

ERM II – Eurospki tečajni mehanizam

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 Austria d.d. Zagreb*

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 10. srpnja 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 16. srpnja 2019. u 8:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 16. srpnja 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 istraživanja i Financijsko savjetovanje su organizacijske jedinice RBA.

Nadzorno tijelo: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Miramarska 24b, 10000 Zagreb i Hrvatska narodna banka, Trg hrvatskih velikana 3, 10000 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 RBI te Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA. Analize se mogu odnositi na jednog izdavatelja ili više njih, te na financijske instrumente u njihovom izdanju.

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 10% (15% za dionice s visokim 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 10% (do 15% za dionice s visokim 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 izradi redovitih analiza koje objavljuje i distribuira RCB, a tiču se kompanija navedenih u nastavku zajedno s datumom objave inicijalne analize:

– Atlantic Grupa d.d. (8.6.2015.), Hrvatski Telekom d.d. (11.12.2007.), Podravka d.d. (3.3.2003.) i Valamar Riviera d.d. (17.12.2015.).

Pregled Raiffeisen preporuka:

	Kupiti	Držati	Smanjiti	Prodati	Ukinuto	Pod razmatranjem
Broj preporuka	1	3	0	0	0	0
% svih preporuka	25%	75%	0%	0%	0%	0%
Usluge invest. bankarstva	0	0	0	0	0	0
% svih usl. invest. bankar.	0%	0%	0%	0%	0%	0%

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

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

RBA je dio grupacije RBI. RBI je poslovna investicijska banka i ima sjedište u Austriji. Već 25 godina RBI djeluje u Srednjoj i Istočnoj Europi (SIE regiji) gdje ima mrežu banaka podružnica, leasing društava i brojnih drugih društava koja pružaju financijske usluge na 17 tržišta. Kao rezultat ovog položaja u Austriji i SIE regiji, RBI je uspostavio odnose i proširio ih u nekim slučajevima s kompanijama u sljedećim sektorima: nafta&plin, tehnologije, energija, nekretnine, telekomunikacije, financijske usluge, osnovni materijali, ciklični i ne-ciklični potrošački proizvodi, briga o zdravlju i industrija. RBI i/ili njegova povezana društva provodili su transakcije u vezi s proizvodima i uslugama (uključujući, ali ne isključivo, usluge investicijskog bankarstva) s izdavateljem iz analize, u proteklih 12 mjeseci. RBI i povezana društva uspostavili su organizacijske mjere koje su potrebne s pravnog stajališta i stajališta nadzora, a čije poštivanje prati Sukladnost (Compliance). Na sukobe interesa primjenjuju se pravna, fizička i druga ograničenja (koja se zajednički nazivaju "Kineski zidovi"), a njihova je svrha je ograničiti protok informacija između poslovnog područja/organizacijske jedinice unutar RBI, RBA, RCB 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 zaposlenici koji nisu sudjelovali u pripremi ove publikacije, ali su imali pristup istoj prije distribucije, nemaju značajan financijski interes u jednom ili više financijskih instrumenata izdavatelja koji su analizirani u publikaciji. RBA zaposlenici koji nisu sudjelovali u pripremi ove publikacije, a imaju pristup istoj prije distribucije, nisu u sukobu interesa u odnosu na izdavatelja koji su analizirani u publikaciji.

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.