

RBAAnalize

broj 75
listopad 2019.

Blago usporavanje, ali ne i recesija

- Investicije i potrošnja predvode nastavak rasta
- Visoka likvidnost, niska inflacija i stabilan EUR/HRK
- Odgoda smanjenja stope PDV-a
- Trgovanje dionicama Kraša vratilo živost domaćem dioničkom tržištu

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Slawomir Kruz

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Povećana doza opreza, ali bez straha od recesije	5
--	---

Realni sektor

Tek blago usporavanje unatoč izazovnom globalnom okruženju	6
--	---

Platna bilanca, inozemni dug

Odnosi s inozemstvom stabilni	7
-------------------------------------	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Visoka likvidnost, niska inflacija i blago slabljenje kune	8
--	---

Fiskalna politika i tržište duga

Proračunski višak u drugom tromjesečju	9
--	---

Financijski sustav

Središnje banke na putu "popuštanja"	11
--	----

Politike središnjih banaka

Europska središnja banka testira otpornost bankarskog sustava (AQR)	12
---	----

Tržište dionica

Dionica Kraša u fokusu investitora	13
--	----

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	3,1	2,6	2,8	2,5	1,8
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	43.732	43.426	44.620	46.614	49.096	51.468	53.740	56.063	57.865
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.275	10.247	10.614	11.168	11.902	12.566	13.214	13.881	14.427
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	1,5	2,0	1,5
Cijene, nezaposlenost i proračun									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,2	0,8	1,3	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	0,9	1,1	1,4
%, prosjek	0,5	-2,7	-3,9	-4,1	2,1	2,3	0,7	1,3	1,8
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	20,2	19,6	17,0	14,7	12,4	9,9	7,7	7,4	7,2
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	17,4	17,3	16,3	13,1	11,2	8,4	7,1	6,6	6,3
Prosječna neto plaća, u HRK	5.515	5.534	5.594	5.685	5.984	6.241	6.451	6.723	6.795
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-5,3	-5,1	-3,3	-1,1	0,8	0,3	-0,5	-0,8	-0,4
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	266,6	278,4	286,8	284,3	285,8	286,1	288,1	289,6	291,1
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	80,4	84,0	84,4	81,0	78,0	74,8	72,3	69,8	67,7
Bilanca plaćanja i dug									
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	17.713	18.815	20.728	22.245	24.616	26.098	27.533	28.827	29.749
% promjena	1,8	6,2	10,2	7,3	10,7	6,0	5,5	4,7	3,2
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	18.583	18.969	20.594	21.682	24.271	26.510	28.366	29.926	30.675
% promjena	2,7	2,1	8,6	5,3	11,9	9,2	7,0	5,5	2,5
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	-1,1	0,3	3,3	2,1	3,4	1,9	1,5	1,3	1,5
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706	17.438	22.000	22.300	22.400
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	8,3	8,0	8,0	7,5	7,8	7,9	9,3	8,9	8,8
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	730	2.308	30	358	461	993	725	1.200	1.350
Noćenja turista, % promjena	3,4	2,6	7,8	9,1	10,5	4,0	3,8	3,0	2,5
Inozemni dug, mlrd. EUR	48,5	49,1	48,2	44,7	43,7	42,7	43,0	44,0	45,3
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	110,8	113,1	108,1	95,9	89,0	83,0	80,0	78,5	78,3
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	273,6	260,9	232,7	201,0	177,5	163,7	156,2	152,6	152,3
Financijski pokazatelji									
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,55	6,30	6,99	6,99	6,27	6,47	6,68	6,45	6,21
pr, USD/HRK	5,71	5,75	6,86	6,80	6,62	6,28	6,57	6,55	6,34
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	140,9	145,8	149,2
% promjena	11,5	9,6	11,4	18,1	19,1	20,7	17,4	3,5	2,3
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	264,9	273,3	287,4	300,9	307,2	324,0	337,3	347,10	352,30
% promjena	4,0	3,2	5,1	4,7	2,1	5,5	4,1	2,9	1,5
Plasmani, mlrd. HRK, kr	240,8	237,0	230,0	221,5	218,9	223,2	227,9	232,47	236,89
% 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	0,3	0,3
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	2,7	1,8	1,9	1,4	0,8	0,09	0,06	0,05	0,07

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

Povećana doza opreza, ali bez straha od recesije

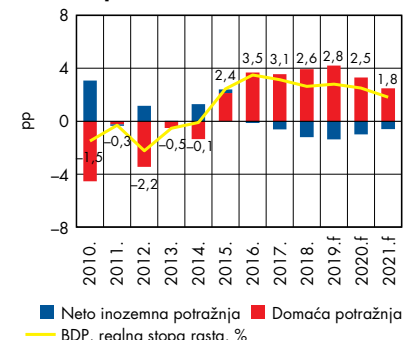
Globalno okruženje u drugoj polovici godine postalo je još izazovnije. Stalnu neizvjesnost predstavljaju trgovinske napetosti i pregovori između SAD-a i Kine te strah od možebitnog širenja trgovinskog rata na ostale države sa svim negativnim implikacijama na globalnu trgovinu i rast. Europu, osobito s ulaskom u posljednje tromjesečje zaokuplja pitanje vremena i načina izlaska V. Britanije iz Europske unije. *Brexit* je ponovno odgođen. Posljedice takvih događanja svakako su nepovoljne, ali stvarnu, izravnu i neizravnu štetu vrlo je teško procijeniti. Uz to relevantni ekonomski indikatori potvrđuju već prisutnu silaznu fazu ekonomskog ciklusa vidljiviju u Europi. Štoviše prerađivački sektor, osobito u Njemačkoj, već godinu dana nalazi se u recesiji. S druge strane uslužni sektor i građevinarstvo, uz snažno tržište rada, diljem europskih država omogućava rast gospodarstva u cjelini. Iako recesiju ne predviđamo, usporavanje je neizbježno s blažim utjecajem na gospodarstvo SAD-a. U takvim uvjetima, monetarne politike s obje strane Atlantika zadržavaju svoj izrazito ekspanzivni karakter, daljnjim snižavanjem kamatnih stopa i programima kupnji obveznica. Dakle, prostora za rast kamatnih stopa zaista nema, a doseg monetarne politike postaje ograničen. Stoga se s pravom očekuje snažnije anticikličko djelovanje fiskalne politike.

Hrvatska bi, za razliku od razvijenih država, 2019. godinu trebala zaključiti sa blagim ubrzanjem gospodarske aktivnosti. Jača doprinos investicija zbog EU fondova i ulaska u predizborno razdoblje. Uz to najveća sastavnica BDP-a, osobna potrošnja, na krilima solidnog tržišta rada, turizma, niskih kamatnih stopa i izostanka inflacije nastavlja rasti po solidnim stopama omogućavajući solidno punjenje državnog proračuna. U pozadini takvih kretanja uvoz nastavlja rasti, dok izvoz roba polako posustaje, dijelom zbog inozemnog okruženja ali i zbog niske konkurentnosti. Ograničenja se nalaze u već poznatim duboko ukorijenjenim slabostima među kojima uvijek na vrh dođe snažna birokratiziranost i neefikasnost institucionalnog okruženja te snažna potreba za jačanjem vladavine prava. Samo provođenjem već poznatih reformi moguće je poboljšati poslovnu klimu i stvoriti uvjete održivijeg i otpornijeg rasta. U suprotnom, konkurentnost će ostati niska, rast krhak i nedovoljan da bi ostvarili napredak i realnu konvergenciju prema razvijenim državama Europe. Potonje u suštini podrazumijeva povećanje blagostanja i kvalitete života.

Obzirom na prisutnost brojnih faktora rizika, čiji je razvoj trenutno teško predvidjeti (trgovinski sukob između SAD-a i vodećih trgovinskih partnera – Kina i EU, neizvjestan proces izlaska Velike Britanije iz EU, tenzije na Bliskom istoku te sinkronizirano usporavanje gospodarske aktivnosti), oprezni smo u pogledu budućih kretanja na svjetskim i regionalnim dioničkim tržištima do kraja godine. Ipak, potezi središnjih banaka u smislu daljnjih stimulativnih monetarnih mjera mogli bi umanjiti volatilnost na dioničkim tržištima u posljednjem tromjesečju 2019.

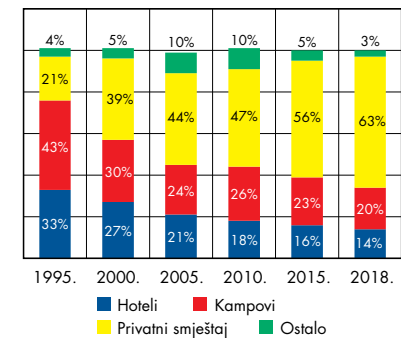
Objava rezultata poslovanja domaćih kompanija za treće tromjesečje trebao potvrditi očekivanja o dobrim poslovnim rezultatima kompanija u sektorima prehrane i turizma. Međutim, smatramo da je veliki dio pozitivnih očekivanja već uračunat u cijene dionica te ne očekujemo značajnije pomake do kraja godine. Istovremeno bi dinamika trgovanja u posljednjem ovogodišnjem tromjesečju trebala ostati pod utjecajem raspleta situacije vezano za vlasničko preslagivanje u Krašu.

BDP i doprinosu rastu



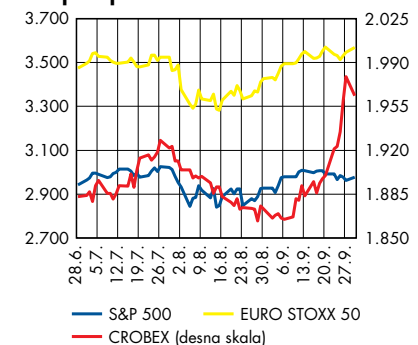
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Struktura smještajnih kapaciteta



Izvori: HTZ, Raiffeisen istraživanja

Dionički indeksi – izvedba u trećem tromjesečju 2019.

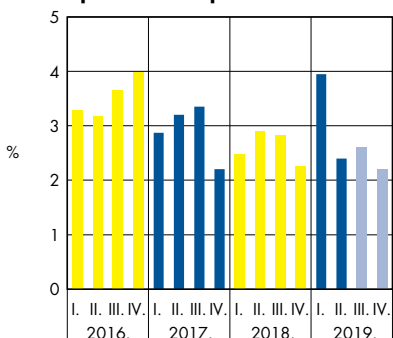


Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Tek blago usporavanje unatoč izazovnom globalnom okruženju

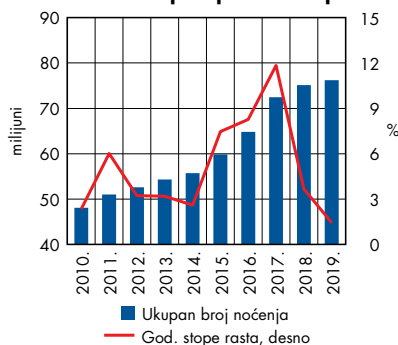
- Rast oslonjen na domaću potražnju
- Izgledno polagano usporavanje gospodarske aktivnosti prema kraju godine

Godišnja realna stopa rasta BDP-a



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Turistička noćenja u prvih 8. mjeseci



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Indeks globalne konkurentnosti 4.0 2019, Nedostaci konkurentnosti

Indikator	Rang (od ukupno 141)
Efikasnost pravnog sustava u rješavanju sporova	140
Opterećenje vladinim propisima	139
Efikasnost pravnog okvira u osporavanju propisa	138
Lakoća zapošljavanja strane radne snage	137
Sklonost prema poduzetničkim rizicima	137
Fokusiranost Vlade prema budućnosti	137
Jednostavnost pronalaženja kvalificiranih zaposlenika	137
Zapošljavanje i otpuštanje zaposlenika	136
Sposobnost vlade da se prilagodi promjenama	136
Suradnja na području radnih odnosa	135

Izvor: Indeks globalne konkurentnosti 4.0, Izvješće o globalnoj konkurentnosti 2019., Nacionalno vijeće za konkurentnost

U skladu s očekivanjima gospodarstvo je tijekom drugog tromjesečja nastavilo rasti ali po zamjetno nižim stopama. Rast je i dalje oslonjen na domaću potražnju, ali nakon dugo vremena najveći pozitivan doprinos rastu došao je od investicija koje su pod utjecajem snažnijeg povlačenja sredstava iz EU fondova, ali i činjenice da smo već ušli u predizborno razdoblje. Osobna potrošnja nastavila je rasti na krilima nastavka pozitivnih trendova na tržištu rada, dobroj turističkoj predsezoni i solidnoj sezoni, niskoj inflaciji i snažnom potrošačkom kreditiranju. Naposljetku, pozitivnom doprinosu domaće potražnje dala je i državna potrošnja. Unatoč solidnoj izvedbi izvoza usluga, realni pad izvoza roba uz solidne stope rasta uvoza, doprinijeli su već uobičajeno negativnom doprinosu neto inozemne potražnje. Osim vrlo izazovnog globalnog okruženja, uteg snažnijem izvozu stvara još uvijek niska konkurentnost. S druge strane rast izvoza usluga (turizma) i snažnije investicije utječu na rast uvoza uslijed vrlo visoke uvozne ovisnosti domaćeg gospodarstva.

Prvi visokofrekventni pokazatelji trećeg tromjesečja ukazuju na blago ubrzanje gospodarske aktivnosti u odnosu na prethodno tromjesečje, ali godišnja stopa realnog rasta BDP-a zadržat će se oko 2,5%. Iako je rast zaposlenosti blago usporio, plaće su nastavile rasti istim intenzitetom uz prisutno intenzivno kreditiranje sektora kućanstava, osobito u segmentu nenamjenskih potrošačkih kredita. Dostupni preliminarni podaci o središnjoj turističkoj sezoni također potvrđuju da je ostvaren pozitivan rezultat u rastu broja noćenja podržavajući tako potrošački optimizam koji se nalazi još uvijek na najvišim razinama u posljednjih desetak godina. Poticaj rastu neće izostati ni od investicija pri čemu predmnijevamo da su glavni generator investicija javne investicije. S druge strane rastući trošak zaposlenika potencijalno može umanjiti investicijski kapacitet privatnog sektora. U uvjetima rastuće domaće potražnje sasvim izvjestan ostaje rast uvoza na što uz potencijalno usporavanje rasta izvoza zbog smanjenja vanjske potražnje implicira negativan doprinos neto inozemne potražnje. S približavanjem kraja godine gospodarska aktivnost će usporiti, ali će struktura rasta ostati ista, oslonjena na potrošnju i investicije ili gledano na stranu ponude na djelatnosti vezane uz trgovinu i turizam te građevinarstvo.

Ipak godišnje stope rasta ostat će solidne i daleko iznad potencijalne stope rasta koja prema procjenama Europske komisije ostaje oko 2%. Time se samo potvrđuju naša očekivanja da će Hrvatska unatoč globalnom usporavanju zabilježiti nešto snažniju gospodarsku aktivnost na razini cijele 2019., ali s izglednim usporavanjem u 2020. Međutim, za postizanje otpornijeg gospodarstva i postizanje viših stopa rasta potrebno je ojačati konkurentnost na način da se stvaranjem pozitivnog ozračja pravne sigurnosti te poticanjem poduzetništva poboljša poslovna i ulagačka klima zemlje. Ulaganjem u tehnologije te znanstveni i obrazovni sustav osnažilo bi se gospodarstvo za kreiranje inovativnih proizvoda i usluga. Uz to ključne i već poznate reforme velikih javnih sustava neophodne su da bi se birokratiziranost sustava smanjila, a efikasnost javne i državne uprave poboljšala, a sve u cilju funkcioniranja tržišnog gospodarstva.

Zrinka Živković Matijević

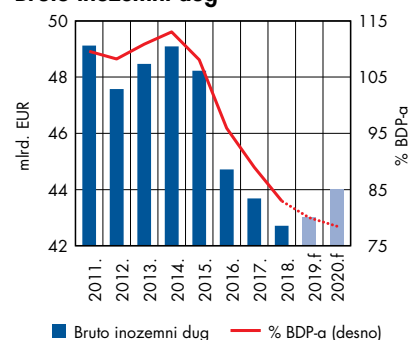
Odnosi s inozemstvom stabilni

- Smanjenje viška na tekućem računu bilance plaćanja
- Krajem prvog polugodišta bruto inozemni dug 84,7% BDP-a

Revidirana statistika s inozemstvom koju je krajem rujna objavila središnja banka potvrdila je naša očekivanja o ostvarenom manjku na tekućem računu platne bilance u drugom ovogodišnjem tromjesečju. Pri tome je, kumulativno u posljednja četiri tromjesečja, suficitarni saldo na tekućem računu platne bilance spušten na 0,6% BDP-a. Uključujući i kapitalni račun on je iznosio 2,3% BDP-a. Deficit tekućeg računa bilance plaćanja posljedica je pogoršanja salda u međunarodnoj razmjeni roba odnosno znatnoga usporavanja rasta robnog izvoza dok se istodobno ubrzala dinamika rasta robnog uvoza, a povećao se i manjak na računu primarnog dohotka. Nepovoljna su kretanja ublažena povećanjem viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija te, u manjoj mjeri, povećanjem neto izvoza usluga. Na razini 2019. smanjenje viška na tekućem i kapitalnom računu bit će rezultat nastavka zamjetnog produbljenja manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom dok bi nepovoljna kretanja trebala biti ublažena rastom neto izvoza usluga te povećanjem viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija zbog intenziviranja korištenja sredstava iz EU fondova. Ipak, očekujemo usporavanje godišnjeg rasta prihoda od turizma uslijed jačanja konkurencije i usporavanja gospodarskog rasta glavnih hrvatskih emitivnih tržišta. U godini pred nama očekujemo daljnje smanjivanje viška na tekućem računu uslijed nastavka nepovoljnih kretanja na računu roba dok će u pozitivnom smjeru djelovati kretanja na računu usluga. Očekujemo i dodatno jačanje korištenja sredstava iz fondova Europske Unije. Kao negativne rizike očekivanih kretanja treba prvenstveno naglasiti usporavanje inozemne potražnje glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, ali i jačanje konkurencije na turističkom tržištu. S druge strane, kao pozitivne rizike vidimo mogućnost snažnijeg povlačenja sredstava iz fondova EU-a.

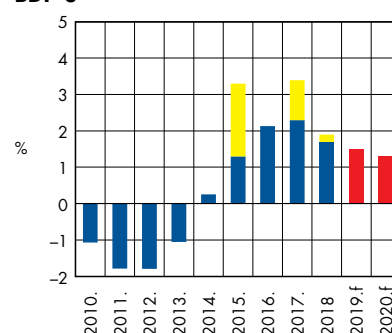
Bruto inozemni dug RH koji uključuje inozemni dug opće države, središnje banke, drugih monetarnih financijskih institucija, ostalih domaćih sektora te izravnih ulaganja, krajem prvog polugodišta bio je na razini 84,7% BDP-a. U strukturi duga najveći udio od gotovo 38% čine ostali sektori odnosno trgovačka društva koja su nakon trogodišnjeg razduživanja prema inozemstvu tijekom 2019. ponovno počeli bilježiti pozitivne godišnje stope rasta. Udio bruto inozemnog duga opće države vratio se u promatranom razdoblju na 32,7%, dok druge monetarne institucije zbog snažnog dugogodišnjeg razduživanja u prethodnim godinama (2012. – 2018.) zadržavaju svoj udio na oko 10%. Prirast inozemnog duga u prvoj polovici ove godine generiran je povećanjem obveza javnog sektora čiji je ukupan bruto dug prema inozemnim vjerovnicima na kraju lipnja 2019. iznosio 18,3 mlrd eura te je tako nominalni iznos bruto inozemnog duga javnog sektora dosegnu najvišu razinu od svibnja 2017. Nastavak pada udjela bruto inozemnog duga u BDP-u očekujemo u ovoj godini te u godini pred nama. Najavljen nastavak snažnije ekspanzivne monetarne politike vodećih središnjih banaka (ESB i Fed) zadržavat će troškove inozemnog zaduživanja na niskim razinama. U prilog poboljšanju uvjeta financiranja na inozemnim tržištima svakako ide povratak kreditne ocjene Hrvatske na investicijsku razinu.

Bruto inozemni dug



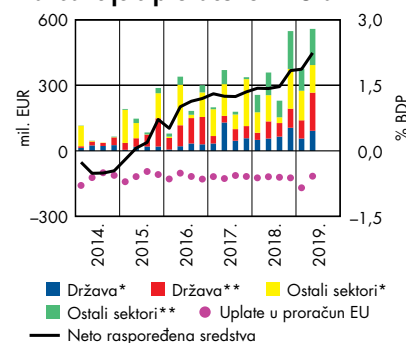
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u*



*žuto označava jednokratni ulječaj CHF konverzije u 2015. i Agrokora u 2017. i 2018.
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Transakcije s proračunom EU-a



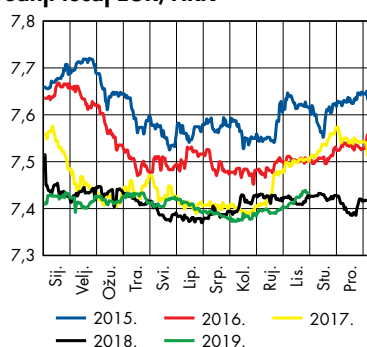
*tekući prihodi; **kapitalni prihodi
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Elizabeta Sabolek Resanović

Visoka likvidnost, niska inflacija i blago slabljenje kune

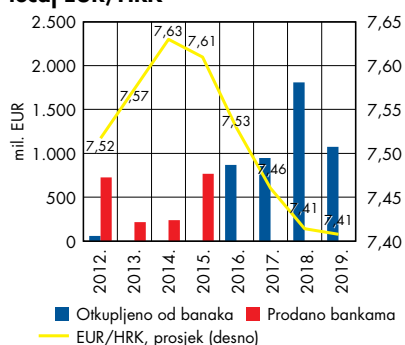
- Lagani rast EUR/HRK
- Bez promjena u monetarnoj politici

Srednji tečaj EUR/HRK



*do 25. listopada 2019.
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Devizne intervencije HNB i srednji tečaj EUR/HRK



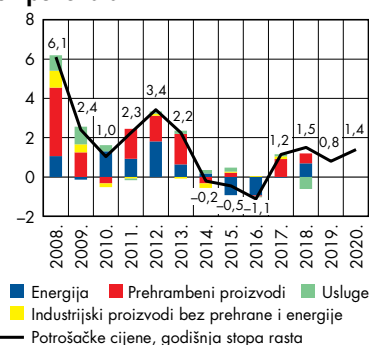
*do 25. listopada 2019.
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Cijene sirove nafte

	2017.	2018.	2019.e	2020.f	2021.f	2022.f
Brent	54,2	71,0	65,0	60,5	61,0	64,8
WTI	66,7	50,6	58,0	55,8	54,5	55,8

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Godišnje stope inflacije i dopinosi komponentata



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Ni ljetni mjeseci nisu donijeli značajnija uzbuđenja na domaćem deviznom tržištu. U skladu s očekivanjima, unatoč solidnoj turističkoj sezoni, srednji tečaj na tečajnici HNB-a nije pao ispod 7,37 kuna za euro dok se prosječni tečaj EUR/HRK zadržao na razinama 7,39 kuna za euro odražavajući visoku stabilnost, nisku volatilnost i izostanak senzualnosti domaće valute naspram eura. Unatoč takvoj situaciji je HNB dvaput tijekom kolovoza intervenirala na deviznom tržištu otkupljujući devize od poslovnih banaka. Otkup deviza rezultirao je novim priljevom kunske likvidnosti od preko 4,6 mlrd kuna koja se ionako tijekom prva tri tromjesečja zadržavala na oko 30 posto višim razinama u usporedbi 2018. Stoga i ne iznenađuje zadržavanje kamatnih stopa na povijesno niskim razinama s daljnjom tendencijom pada. Štoviše trezorski zapisi uz valutnu klauzulu u kolovozu su po prvi put plasirani uz negativan prinos. S ulaskom u četvrto ovogodišnje tromjesečje EUR/HRK je počeo kliziti prema višim razinama, na krilima nešto snažnije potražnje za devizama vjerojatno i uslijed pojačane uvozne aktivnosti, ali i slabljenja potražnje za domaćom valutom. Projiciramo nastavak laganih deprecijacijskih pritiska do kraja godine, ali glavnina trgovanja trebala bi se odvijati oko 7,45 kuna za euro. U slučaju većih pomaka moguće je očekivati intervenciju HNB-a na deviznom tržištu.

Tijekom 2020. očekujemo slična kretanja kune u odnosu na euro što podrazumijeva nisku volatilnost, izostanak jake sezonalnosti te nastavak predanosti središnje banke prema stabilnosti tečaja. Na navedeno će utjecati i očekivanja utvrđivanja središnjeg pariteta EUR/HRK u slučaju ostvarivanja ambicioznog cilja Vlade da u drugoj polovici godine uđe u Europski tečajni mehanizam II. Prema našim ocjenama potencijalni središnji paritet mogao bi biti oko trenutnih razina. U uvjetima potisnute inflacije monetarna politika u svom karakteru ostat će ekspanzivna ne samo do kraja godine već i tijekom 2020., donekle reflektirajući kretanja u euro području. Likvidnosti, i kunske i devizne, trebalo bi biti u izobilju što će stvarati pritisak na kamatne stope.

Inflacija, mjerena indeksom potrošačkih cijena, zadržava se ispod 1% s tendencijom smanjivanja prema kraju godine. Posljedica je to izostanka snažnih inflatornih pritiska kod dobara, osobito neprerađenih prehrambenih proizvoda. Očekivano poticaj rastu cijena dolazi od usluga koje rastu zbog pojačane potražnje, ali i konvergencije prema prosjeku cijena EU. Unatoč blagom ubrzanju, inflacija bi i tijekom 2020. godine trebala ostati umjerena, ispod 1,5%. Podrška stabilnosti cijena trebala bi doći sa svjetskih robnih tržišta gdje prema našim očekivanjima unatoč znatnim geopolitičkim rizicima nema naznaka rasta. Štoviše u trenutnim projekcijama u prosjeku predviđamo pad cijena sirove nafte, što se primjećuje i s ulaskom u posljednje tromjesečje. Naime, kriza prerađivačke industrije u mnogim gospodarstvima uz globalni strah od recesije podržava očekivanja o smanjenoj potražnji za sirovom naftom što uz kontinuirani rast američke proizvodnje iz škriljevca omogućava zadržavanje prezasićenosti tržišta sirovom naftom. S druge strane niska baza 2018. te solidna domaća potražnja uz nastavak još jedne dobre turističke sezone stvarat će pritiske u suprotnom smjeru.

Zrinka Živković Matijević

Proračunski višak u drugom tromjesečju

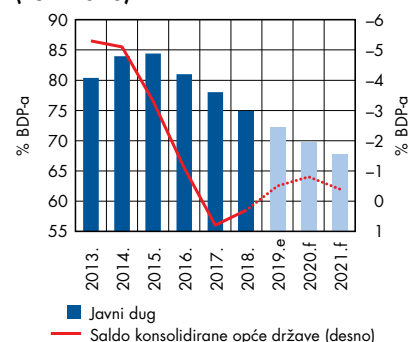
- Nastavljen pad prinosa
- Fiskalna disciplina kao imperativ i zbog ulaska u ERM II

Vodeće središnje banke s obje strane Atlantika daju svoj doprinos ekonomskoj stabilizaciji daljnjim mjerama monetarnog popuštanja. Predsjednik Fed-a J. Powell tako nastoji unaprijed sniziti američke kamatne stope jer uzima u obzir kašnjenje u utjecaju na realnu ekonomiju. Naime, na temelju trenutnih ekonomskih pokazatelja ustvari još nije potrebno značajno smanjenje kamatnih stopa. Od sredine rujna ESB je usvojila čitav niz ekspanzivnih mjera s ciljem da se stopa inflacije vrati prema razini od 2%. Budući da se uzroci gospodarskog usporavanja ne mogu samo otkloniti mjerama monetarne politike, fiskalna strana uskoro će dobiti na značaju. Nastavak programa kupnje obveznica ESB-a utjecat će na pad prinosa obveznica core zemalja i zemalja periferije kao i korporativnih obveznica. S naše strane Atlantika negativne vrijednosti duž krivulje prinosa vjerojatno će dominirati u doglednoj budućnosti dok u SAD-u očekujemo daljnje spuštanje referentnog 10-godišnjeg prinosa.

Događanja na međunarodnim tržištima prelijevaju se, očekivano i na tržišta SIE regije. Kretanje u regiji i sentiment SIE tržišta prate i hrvatska inozemna dužnička izdanja. Prinos na hrvatske eurske euroobveznice spustio se u trećem tromjesečju u prosjeku za 70 baznih bodova. Tako je prinos na desetogodišnje izdanje (dospijeca 2029.) krajem trećeg tromjesečja bio na razini oko 0,5%. U istom smjeru, iako na višim razinama prinosa, kretala su se i dolarska izdanja. Uz pad za 90bp prinos na najdužu dolarsku euroobveznicu (dospijeca 2024.) spustio se do 2,20%. Iako su prinosi tijekom rujna dotaknuli svoje najniže razine, prateći kretanja na core tržištima nakon čega je uslijedila blaga korekcija na više i do kraja godine možemo očekivati nastavak silaznog trenda kako na eurskim tako i na dolarskim izdanjima. Eventualno sužavanje spreadova prvenstveno će ovisiti o makroekonomskim i fiskalnim kretanjima.

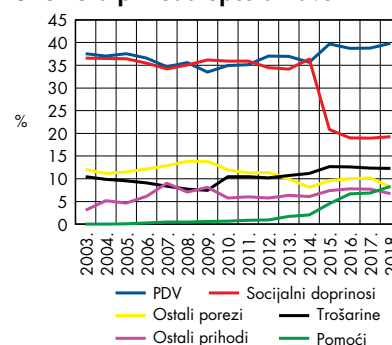
Uz iznimno nisku likvidnost tržišta pad prinosa zabilježila su i lokalna izdanja državnih obveznica. Iako, rast cijena vjerojatno je dijelom i rezultat nove potražnje za hrvatskim dužničkim papirima i od strane investitora koji zbog ranije razine kreditnog rejtinga Hrvatske nisu bili u mogućnosti kupovati hrvatska izdanja. Naravno, ne smijemo zanemariti niti pojačanu potražnju za vrijednosnim papirima koji nose barem neki povrat. Do kraja godine (najvjerojatnije u studenom) očekujemo još jedno dužničko izdanje na domaćem tržištu kojim će Vlada zatvoriti (re)financiranje za 2019. S obzirom na ekonomsko okruženje, solidna fiskalna poboljšanja i investicijski rejting, 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. Obzirom na fundamentalne pokazatelje i tržišno okruženje, smatramo kako će ostvareni prinosi (i kuponske kamatne stope) dosegnuti nove povijesne minimume. Što se pak tiče potreba za refinanciranjem, godina pred nama 2020. će biti nešto manje zahtjevnija, a potrebe lako zadovoljene, na razini oko 14% BDP-a (57,5 mlrd. kuna).

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



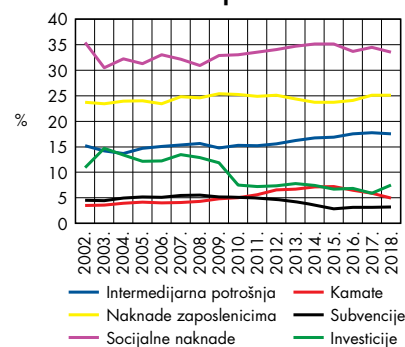
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Struktura prihoda opće države



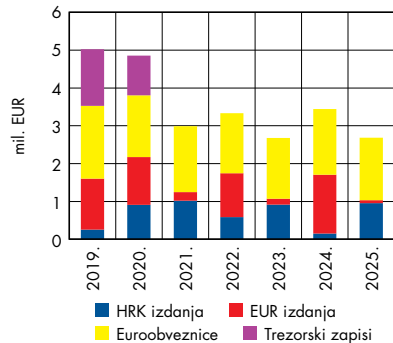
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Struktura rashoda opće države



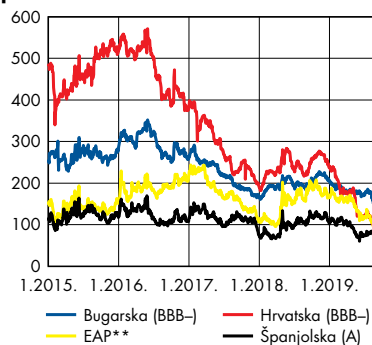
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



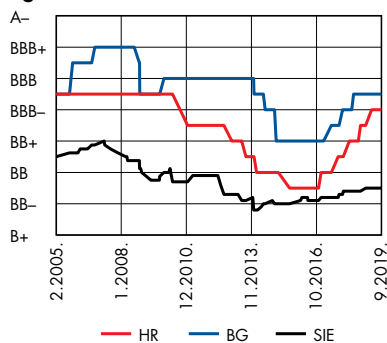
* glavnica i kamate
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Spread u odnosu na 10-god. njemačku državnu obveznicu*



*u baznim bodovima, prilagođena duracija, S&P rejting u zagradi; **EAP – Italija, Portugal, španjolska
Izvori: Thomson Reuters, S&P, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Kretanje rejtinga Hrvatske i Bugarske*



* S&P SIE prosjek rejtinga Albanje, Makedonije, Crne Gore, Rumunjske, Srbije uključujući pozitivne ili negativne izgleda označene sa 0.5 bodova
Source: Thomson Reuters, S&P, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Listopadskom EDP notifikacijom objavljeni su revidirani podaci o proračunskom saldu i razini duga opće države. Višak opće države u 2018. godini revidiran je na 0,3% (u odnosu na 0,2% BDP-a u travanjском izvješću), a korekcija je najvećim dijelom rezultat uključivanja lučkih uprava te javnih poduzeća u obuhvat opće države odnosno njihovog pozitivnog poslovnog rezultata u 2018. Konsolidiran dug opće države također je za razdoblje 2015–2018. revidiran blago na više (u prosjeku za 0,4 postotna boda) te je na kraju 2018. bio na razini 74,8% BDP-a. Razboriti smjer u vođenju fiskalne politike nastavljen je i tijekom ove godine. Potvrđuju to i posljednji podaci Eurostata prema kojima je u drugom tromjesečju (prema sezonski neprilagođenim podacima) višak opće države iznosio 2,5% BDP-a. Očekivani višak u drugom tromjesečju u skladu je sa sezonalnošću kretanja javnog dohotka budući da prihodi obično rastu u drugom, a svoj vrhunac dosežu u trećem tromjesečju. Stoga na razini cijele 2019. očekujemo gotovo uravnotežen saldo opće države dok bi najavljeni rast javnih plaća mogao biti osnova na niz deficita u narednim tromjesečjima. Blagi pad udjela javnog duga u BDP-u u drugom tromjesečju rezultat je vjerojatno sezonalnosti hrvatskog gospodarstva i velike ovisnosti o turizmu. Budući da očekujemo još jednu solidnu turističku sezonu očekujemo nastavak kretanja javnog duga silaznom putanjom do kraja godine.

Vlada je najavila i četvrti val poreznih izmjena koji uključuje porezno rasterećenje mlađih osoba, smanjenje PDV-a na hranu za ugostiteljstvo i nove neoporezive primitke, a nove mjere trebale bi se početi primjenjivati od 2020. S druge strane odgađa se ranije najavljena diskrecijska prihodna mjera smanjenja opće stope PDV-a od 1. siječnja 2020. na 24% kao odgovor na predloženo povećanje plaća u idućoj godini od 6% svim državnim i javnim službenicima. Predložena odgoda smanjenja stope PDV-a očekivana je i ne iznenađuje s obzirom na strateški cilj i nespornu spremnost Vlade da kontrolira proračunske izdatke i održava uravnotežen proračunski saldo. Kao što smo već navodili, ova mjera imala bi negativan učinak na prihodnu stranu proračuna za 1.629 mil. kuna ili -0,4% BDP-a. 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. Navedeno će vjerojatno biti potvrđeno i prijedlogom proračuna za 2020. koji je najavljen za sam kraj listopada.

Sredinom listopada, Moody's je još jedanput preskočio reviziju kreditnog rejtinga Hrvatske. Posjetimo, u ožujku ove godine agencija S&P bila je prva agencija koja je vratila Hrvatsku u investicijski rejting koji je RH izgubila još 2012. godine. Razina rejtinga koja odražava adekvatnu kreditnu kvalitetu potvrđena je u lipnju i od strane Fitcha. S druge strane, unatoč očekivanjima o podizanju rejtinga za (barem) jednu razinu Moody's, koji još od 2012. drži Hrvatsku na dvije razine ispod investicijskog razreda, nije se sredinom listopada odlučio za takav korak. Prema kalendaru rejting agencija do kraja godine (6. prosinca) Hrvatska je na rasporedu agencije Fitch. Iako će do tada već biti objavljen veći dio fiskalnih i monetarnih pokazatelja za 2019. godinu očekujemo zadržavanje kreditnog rejtinga na trenutnoj razini.

Elizabeta Sabolek Resanović

Središnje banke na putu "popuštanja"

- Eurozona: ESB spremna za daljnje monetarno popuštanje
- Eurozona: kamatne stope na novčanom tržištu još nisu dotaknule najniže razine?
- SAD: očekuje se daljnje rezanje kamatne stope

Europska središnja banka na sastanku u rujnu usvojila je novi paket mjera monetarnog popuštanja. Između ostalog, odlučila je sniziti stopu depozita s $-0,4\%$ na $-0,5\%$ i nastaviti program neto otkupa obveznica. Navedeno je potvrđeno i u listopadu, na posljednjem sastanku pod predsjedanjem M. Draghija. Prema novim smjernicama, ključne kamatne stope ostaju nepromijenjene ili na nižoj razini dok se inflacija ne bude sustavno kretala prema ciljanoj razini ESB-a. Stoga je jasno da će monetarna politika još dugo zadržati svoj ekspanzivni karakter. Rizici gospodarskog usporavanja ostat će i dalje prisutni, a inflatorni pritisci potisnuti još dulje vremensko razdoblje. Program otkupa obveznica nastavit će se od studenog te će trajati do prvog podizanja kamatnih stopa. Na mjesečnoj razini ESB planira u prosjeku otkupiti 20 mlrd. eura vrijednosti obveznica. Potpuno reinvestiranje dospjelih glavnica vrijednosnica nastavit će se još dugo vremena i nakon prvog podizanja kamatnih stopa. S jedne strane, monetarna politika trebala bi ostati ekspanzivna još dugo vremena, a s druge strane, vrata su otvorena i za daljnje monetarno popuštanje. Tržište sada očekuje dodatno smanjenje depozitne stope za 10 bb u sljedećih šest mjeseci, što je u skladu s našom procjenom. Ukoliko smjer daljnje monetarne politike ESB-a bude u skladu s našim i tržišnim očekivanjima, nedavni rast stopa na novčanom tržištu smatramo privremenim, a pomak njemačkih prinosa prema višim razinama ne smatramo početkom održivog uzlaznog trenda. Čak i u slučaju da pozitivno ozračje na tržištima potraje, zbog možebitnih povoljnih političkih vijesti, skori početak programa kupnji obveznica u studenom stvarat će pritisak na prinose.

Fed nastavlja svoj tijek monetarnog popuštanja. Očekujemo da će u ovoj godini raspon referentne kamatne spustiti za dodatnih 50bb dok će trenutni ciklus smanjenja kamatne stope završiti u proljeće 2020. s rasponom kamate od $1,0\%$ do $1,25\%$. Nakon toga, prvo podizanje kamatnih stopa očekujemo najranije u drugoj polovici 2021. Takva ekspanzivna orijentacija monetarne politike i dalje je u određenoj suprotnosti sa stvarnim ekonomskim podacima. Iako gospodarski pokazatelji usporavaju, nema znakova trenutne recesije. Međutim, pretpostavljamo da će Fed temeljiti svoju odluku o kamatnim stopama na tržišnim očekivanjima. Naime, potezi Fed-a više se ne oslanjaju samo na ekonomske pokazatelje, već također sve više uzimaju u obzir političko okruženje i javno mišljenje. Trenutni ekonomski pokazatelji doista ne indiciraju vjerojatnost snažnijeg smanjenja kamatne stope od 50bb. Ukoliko se situacija ipak pogorša, takav se korak ne može isključiti. Takva bi kretanja ponovo snažnije "nagnula" krivulju prinosa i suprotstavila se samoispunjavajućem strahu od recesije zbog inverzije krivulje.

Prognoze kretanja kamatnih stopa

Eurozona	trenutno*	pro. 19.	ožu. 20.	lip. 20.	ruj. 20.
ESB – ref. stopa, %	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Euribor 3mj., %	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Njem. na 2-god. prinos %	-0,66	-0,85	-0,85	-0,85	-0,80
Njem. na 10-god. prinos %	-0,39	-0,60	-0,60	-0,60	-0,50
SAD					
Fed -ref. stopa, %	2,00	1,50	1,25	1,25	1,25
Libor 3mj., %	1,94	1,40	1,20	1,20	1,20
2-god. prinos %	1,58	1,30	1,30	1,30	1,10
10-god. prinos %	1,76	1,60	1,50	1,50	1,40

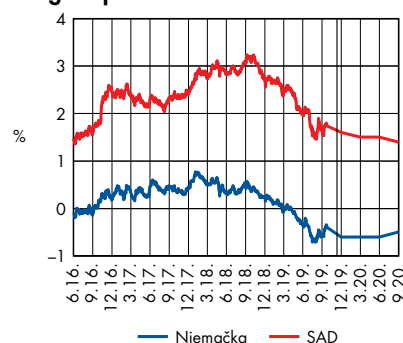
*na dan 25. listopada 14:30
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Makroekonomski pokazatelji

	2018.	2019.e	2020.f	2021.f
Eurozona				
BDP (realna god. promj.)	1,9%	1,1%	0,5%	1,2%
Indeks potroš. cijena, (god. promj.)	1,8%	1,3%	1,2%	1,3%
SAD				
BDP (realno god. promj.)	2,9%	2,3%	1,5%	2,0%
Indeks potroš. cijena, (god. promj.)	2,5%	1,7%	2,0%	2,0%
EUR/USD	1,18%	1,13%	1,13%	1,17%

Izvor: ESB, RBI/Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen istraživanja

10-god. prinosi



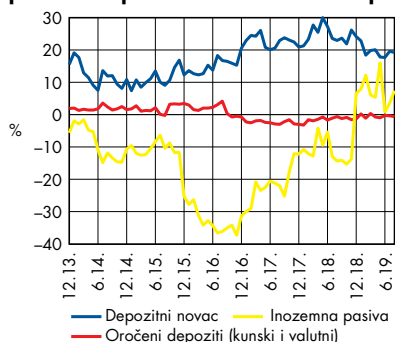
Izvor: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Elizabeta Sabolek Resanović

Europska središnja banka testira otpornost bankarskog sustava (AQR)

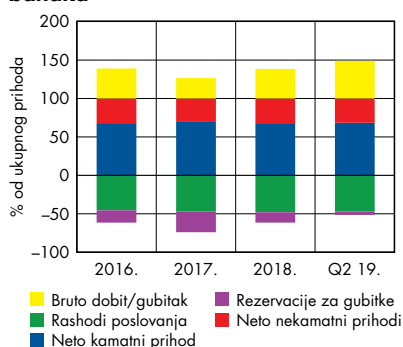
- ESB provodi sveobuhvatnu procjenu pet hrvatskih banaka
- Odluka Vrhovnog suda RH u kolektivnom sporu potrošača protiv banaka zbog kredita u CHF izlaže vodeće banke riziku od značajnog gubitka u individualnim sudskim sporovima
- Unatoč preporukama regulatora nastavlja se brzi rast nenamjenskih gotovinskih kredita stanovništvu

Godišnja stopa rasta inozemne pasive i depozita kreditnih institucija



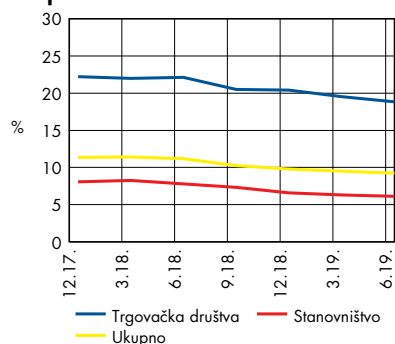
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Struktura rezultata poslovanja banaka



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

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

U procesu realizacije strategije za uvođenje eura Hrvatska je u svibnju podnijela zahtjev za uspostavu bliske suradnje središnjih banaka (ESB i HNB), a srpnju je uputila pismo namjere o ulasku u Europski tečajni mehanizam (ERM II). ESB je u rujnu započela sveobuhvatnu procjenu (AQR) pet hrvatskih banaka. U procjenu su uključene Zagrebačka banka, Privredna banka Zagreb, Erste & Steiermärkische Bank, OTP banka Hrvatska i Hrvatska poštanska banka, koje predstavljaju 78 posto ukupne imovine bankarskog sustava. Procjene će biti dovršene u svibnju 2020. nakon provedbe stres testa, a zatim se očekuje pozitivna odluka članica Euro područja o ulasku Hrvatske u ERM II.

Na osnovu odluke Vrhovnog suda iz 2014. godine, u lipnju je nastupila zastara za pokretanje individualnih tužbi protiv banaka s osnova ništetnosti promjene kamatne stope u ugovorima o kreditiranju potrošača sklopljenim prije 2013. godine. Neposredno pred nastupanje zastare potrošači su u velikom broju pokrenuli tužbe na prvostupanjskim sudovima. Ukupni broj tužbi procjenjuje se na razini između 20 i 30 tisuća. Nakon zaprimanja tužbe banke procjenjuju mogući gubitak i formiraju rezervacije za sudske sporove. Iznos dodatnih rezerviranja može biti značajan za pojedine banke, ali zbog prosječne razine kapitaliziranosti sustava od 23% ne očekujemo značajan utjecaj na poslovanje kreditnih institucija. U rujnu je Vrhovni sud RH donio odluku kojom je valutna klauzula u CHF proglašena ništetnom. Odluka je donesena u kolektivnom sporu pokrenutom 2011. od udruge potrošača protiv osam banaka koje su u razdoblju od 2004. do 2008. valutnom klauzulom vezale kredite uz CHF. Potrošači mogu u individualnim sporovima od banaka tražiti kompenzaciju negativnih tečajnih razlika. Zastara za pokretanje individualnih tužbi nastupa u lipnju 2023. Do kraja godine ne očekujemo značajan broj novih tužbi protiv banaka.

Pad kamatnih stopa na kredite i oporavak na tržištu nekretnina povećao je potražnju stanovništva za kreditima. Zbog primjene lokalnih pravila za izračun kreditne sposobnosti ograničena je dostupnost stambenih kredita za klijente s ispodprosječnim dohotkom, pa je posljedično povećana potražnja za gotovinskim nenamjenskim kreditima. Odsustvo izvještaja kreditnog registra (HROK) od svibnja 2018. otežava bankama procjenu kreditnog rizika, pa je HNB u veljači izdao preporuku kojom od kreditnih institucija traži ujednačavanje uvjeta kreditiranja i izračuna kreditne sposobnosti između stambenih i nenamjenskih kredita stanovništvu s rokom povrata dužim od pet godina. Nakon preporuke rast nenamjenskih kredita zadržao se na visokoj razini, te u kolovozu iznosi 12,2% na godišnjoj razini (mjereno na osnovu transakcija). Program državnih subvencija ubrzao je i rast stambenih kredita (na 4,6%). No, u segmentu poduzeća ostvaren je pad kredita zbog jednokratnih isplata po protestiranim garancijama za kredite brodogradilištima i provedbe nagodbe vjerovnika s dužnicima iz sustava Fortenova (bivši Agrokor). Kreditni registar je u rujnu počeo producirati djelomične izvještaje (*default report*), a uspostavu pune funkcionalnosti očekujemo u prvom polugodištu slijedeće godine. Tada bi stope rasta nenamjenskih kredita stanovništvu trebale pasti na razinu stambenih kredita.

Anton Starčević

Dionica Kraša u fokusu investitora

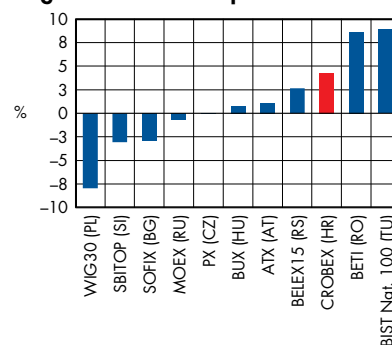
- Šarolika izvedba regionalnih dioničkih indeksa
- Snažan skok prometa na Zagrebačkoj burzi
- Politički rizici i mjere vodećih svjetskih središnjih banaka odrednice kretanja dioničkih tržišta do kraja godine

Nakon negativnog raspoloženja na svjetskim dioničkim tržištima u ljetnim mjesecima, rujan je donio oporavak vodećih indeksa. Treće tromjesečje obilježili su slabiji makroekonomski podaci, što je potaknulo daljnje popuštanje monetarne politike središnjih banaka SAD-a i EU. Važnu ulogu ponovno je imao trgovinski rat između Kine i SAD-a, a uvođenje novih carina bi moglo nastupiti do kraja godine, ako ne bude značajnijeg napretka u pregovorima. Dionički indeksi regije SIE ostvarili su šarolike povrate u trećem tromjesečju, a rastom je predvodio turski indeks BIST Nat. 100, zahvaljujući rastu BDP-a koji je nadmašio očekivanja te poticajnim mjerama monetarne politike. Na drugom mjestu po ostvarenom prinosu ponovno se našao rumunjski indeks BET, a među sastavnicama se rastom ističu Banca Transilvania, BRD and Romgaz, koje u rujnu sljedeće godine ulaze u sastav FTSE Russell Emerging Markets indeksa. Optimizam investitora na tom tržištu rezultat je 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, moguća je i ponovna liberalizacija cijena plina i električne energije. Privlačnost rumunjskog dioničkog tržišta podržana je 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.

Ukupno gledano, oprezni smo oko mogućih kretanja na svjetskim i regionalnim dioničkim tržištima do kraja 2019., s obzirom na prisutnost brojnih faktora rizika čiji je razvoj teško predvidjeti: moguća eskalacija trgovinskog rata, neizvjestan proces izlaska Velike Britanije iz EU, tenzije na Bliskom istoku kao i usporavanje gospodarske aktivnosti te posljedično moguće povećanje nezaposlenosti odnosno pad povjerenja potrošača. Ipak, potezi središnjih banaka u smislu daljnjih stimulaturnih mjera mogli bi umanjiti volatilitet dioničkih tržišta u posljednjem tromjesečju 2019. Kako je izvedba regionalnih indeksa u odnosu na zapadnoeuropske indekse bila nešto slabija, vrednovanja su još uvijek umjerenjena s obzirom na očekivane stope rasta zarada sastavnica. Prema omjeru P/E najatraktivnije su vrednovani turski indeks Bist Nat. 100 te ruski MOEX, unatoč snažnom rastu zarada sastavnica u 2018., a MOEX ima i najviši očekivani dividendni prinos (6,6%) među regionalnim indeksima.

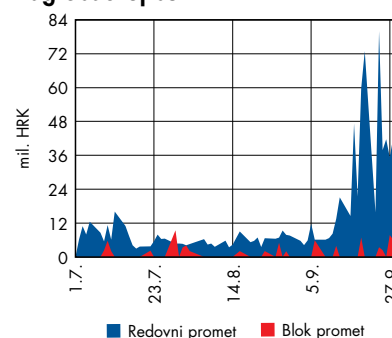
Objava polugodišnjih rezultata poslovanja kompanija za 2019. nije potaknula značajniju reakciju investitora na Zagrebačkoj burzi, unatoč nastav-

Regionalni indeksi – prinosi*



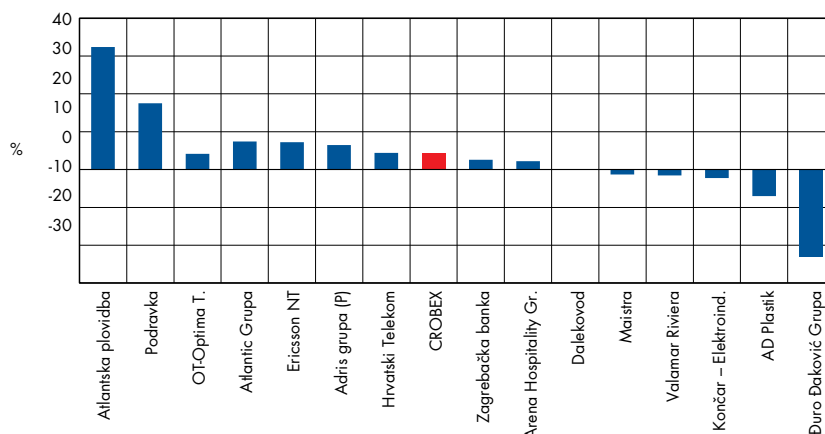
* u lokalnoj valuti na datum 30.9.2019. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dnevni promet dionicama na Zagrebačkoj burzi



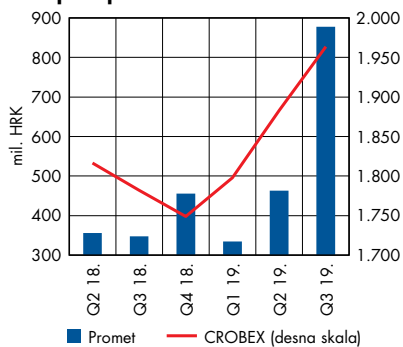
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

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



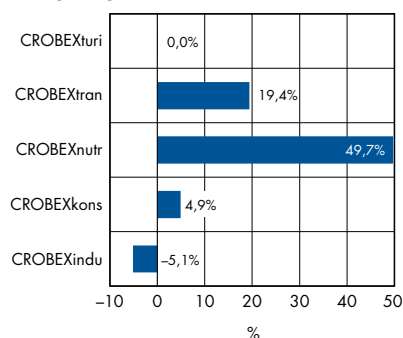
* povrati izračunati na datum 30.9.2019. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Tromjesečni redovni promet dionicama i CROBEX na kraju tromjesečja



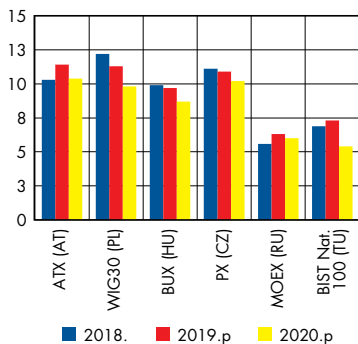
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

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

ku objava dobrih rezultata, a u skladu s makrookruženjem, ostvarenim rezultatima ističu se kompanije prehrambenog sektora, kao i turističke kompanije. Ipak, ostvareni su prometi bili 89,5% viši u odnosu na prethodno tromjesečje odnosno 152% viši u odnosu na isto razdoblje 2018. Naime, rujna je donio snažan skok aktivnosti zahvaljujući pojačanom trgovanju dionicama Kraša kada je ciparska grupacija Kappa Star Limited u razdoblju od mjesec dana prešla prag od 20% udjela u vlasništvu, a dionice Kraša su na krilima snažnog interesa zabilježile povijesne vrijednosti. Na kraju rujna nakon jednoglasne odluke Kraš ESOP-a, društva u kojem su udruženi mali dioničari Kraša, da neće krenuti u zajedničku ponudu s Mesnom industrijom Braća Pivac za preuzimanje dionica Kraša, ipak je došlo do smirivanja trgovanja te je dionica tromjesečje zaključila na 960 kuna (+150% u odnosu na kraj drugog tromjesečja). Početkom 2019. Coca Cola HBC je preuzela srpsku konditorsku kompaniju Bambi za 260 mil. eura (enterprise value – vrijednost kapitala uvećana za neto dug), što implicira EV/EBITDA multiplikator od 10,5x, dok se na kraju rujna Kraševom dionicom trgovalo uz multiplikator 14,6x. Bambi je u 2018. ostvario EBITDA maržu od 31,5% u usporedbi s Kraševih 11,2%. U samom vrhu po ostvarenim prometima u drugom tromjesečju bile su također i kompanije iz turističkog sektora te sektora telekomunikacija.

Među sastavnicama indeksa CROBEX najbolju izvedbu imala je dionica Atlantske plovidbe (+32,4%), a slijedi je dionica Podravke (+17,5%), što osim dobrim rezultatima poslovanja pripisujemo i činjenici da se radi o kompaniji u većinskom državnom vlasništvu te je kao takva u budućnosti moguća preuzimateljska meta. Kad govorimo o rezultatima za treće tromjesečje, dobre rezultate očekujemo ponovno u sektorima prehrane i turizma, posebno kod onih kompanija koje su ulagale u poboljšanje kvalitete smještaja (Valamar Riviera, Arena Hospitality Group i Maistra) te bilježe trend rasta pokazatelja profitabilnosti. Međutim, smatramo da je veliki dio pozitivnih očekivanja već uračunat u cijene dionica pa ne očekujemo značajnije pomake do kraja godine.

Povećanje vidljivosti regije SIE prema stranim investitorima bit će podržano uvođenjem novog dioničkog indeksa CEEplus na Varšavskoj burzi. CEEplus indeks uključivat će najveće i najlikvidnije dionice kotirane na burzama sedam zemalja (Poljska, Češka, Slovačka, Mađarska, Hrvatska, Rumunjska i Slovenija). Trenutno indeks broji 114 sastavnica, a između ostalog u sastavu indeksa nalaze se dionice Hrvatskog Telekomu (0,85%) i Valamar Riviere (0,31%). Istovremeno, udio dionica koje kotiraju na Ljubljanskoj burzi iznosi zamjetno viših 3,58% što upućuje na značajan nedostatak likvidnih izdanja visoke tržišne kapitalizacije na Zagrebačkoj burzi u odnosu na usporedna dionička tržišta regije SIE.

Ana Turudić

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
 Ana Turudić, financijski analitičar; tel: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@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 – Ekonomska i monetarna unija

ESA – Europski sustav integriranih

gospodarskih računa

ESB – Europska središnja banka

EU – Europska unija

EUR – euro

ERM II – Eurospski 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 26. listopada 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 30. listopada 2019. u 8:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 30. listopada 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 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 rasponne. 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.