

RBAAnalize

broj 77
lipanj 2020.



COVID-19 uzet će danak

- Snažan pad gospodarstva
- Stabilnost tečaja zadržana
- Povratak starih izazova nove Vlade?
- Na vratima ERM II

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Wiktor Hasel

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

COVID-19 uzet će danak	5
------------------------------	---

Realni sektor

Snažan pad gospodarstva neizbježan, uz upitnu brzinu oporavka	6
---	---

Tržište rada

Zamagljena slika tržišta rada	8
-------------------------------------	---

Platna bilanca, inozemni dug

Unatoč dvostrukom manjku, odnosi s inozemstvom stabilni	9
---	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Korak bliže euru	10
------------------------	----

Fiskalna politika i tržište duga

Stari izazovi nove Vlade	12
--------------------------------	----

Fokus tema: Turizam

Turizam – Ahilova peta hrvatskog gospodarstva	15
---	----

Financijski sustav

Prilagodba poslovanja na mjere za sprječavanje pandemije	18
--	----

Politike središnjih banaka ECB – Fed

Središnje banke prisiljene na nove mjere bez presedana	19
--	----

Tržište dionica

Dionička tržišta pod utjecajem pandemije Covid-19	20
---	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019	2020.f	2021.f	2022.f
BDP i proizvodnja	331,3	339,7	351,2	366,4	383,0	400,1	368,7	387,3	402,9
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-0,1	2,4	3,5	3,1	2,7	2,9	-8,5	3,0	2,5
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	43.426	44.620	46.614	49.096	51.626	53.969	48.703	50.962	53.548
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.247	10.614	11.168	11.902	12.625	13.293	12.061	12.725	13.481
Trgovina na malo, % promjena, realno	0,4	2,4	4,4	4,4	3,9	3,6	-9,5	4,5	3,5
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	1,2	2,7	5,3	1,4	-1,0	0,5	-10,5	3,5	4,2
Cijene, nezaposlenost i proračun									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	-0,5	-0,6	0,2	1,2	0,8	1,4	0,1	1,5	1,8
%, prosjek	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,8	0,0	1,7	1,8
Proizvođačke cijene ¹ , %, kraj razdoblja	-3,4	-4,4	-0,1	2,1	0,5	1,5	-1,8	1,4	1,5
%, prosjek	-2,7	-3,9	-4,1	2,1	2,3	0,8	-0,8	1,0	2,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	19,6	17,0	14,7	12,4	9,9	7,8	13,5	11,5	9,0
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	17,3	16,3	13,1	11,2	8,4	6,5	11,8	10,7	8,5
Prosječna neto plaća, u HRK	5.534	5.594	5.685	5.984	6.241	6.582	6.723	6.795	6.890
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-5,1	-3,3	-1,1	0,8	0,2	0,4	-7,1	-3,0	-0,8
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	280,6	286,4	283,8	284,9	286,1	293,0	312,0	323,6	292,6
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	84,7	84,3	80,8	77,8	74,7	73,2	84,6	83,6	72,6
Bilanca plaćanja i dug									
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	18.815	20.728	22.245	24.616	26.101	28.124	20.346	23.423	25.812
% promjena	6,2	10,2	7,3	10,7	6,0	7,8	-27,7	15,1	10,2
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	18.969	20.594	21.682	24.272	26.515	28.150	22.146	24.560	26.033
% promjena	2,1	8,6	5,3	11,9	9,2	6,2	-21,3	10,9	6,0
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	0,2	3,4	2,1	3,5	1,9	3,0	-3,1	0,2	0,4
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	12.688	13.707	13.514	15.706	17.438	18.560	16.500	17.000	17.500
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	8,0	8,0	7,5	7,8	7,9	7,9	8,9	8,3	8,1
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	2.309	30	370	460	1.041	1.237	300	800	1.000
Noćenja turista, % promjena	2,6	7,8	9,1	10,5	4,0	1,8	-60,0	2,5	
Inozemni dug, mlrd. EUR	49,1	48,2	44,7	43,7	42,7	43,0	44,0	45,3	46,2
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	113,1	108,1	95,9	89,0	82,7	79,7	90,3	88,9	86,3
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	260,9	232,7	200,9	177,5	163,6	152,9	216,3	193,4	179,0
Financijski pokazatelji									
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	6,30	6,99	6,99	6,27	6,47	6,65	6,77	6,50	6,26
pr, USD/HRK	5,75	6,86	6,80	6,62	6,28	6,62	6,79	6,57	6,37
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,66	7,64	7,56	7,44	7,41	7,44	7,65	7,60	7,45
pr, EUR/HRK	7,63	7,61	7,53	7,46	7,42	7,41	7,57	7,60	7,53
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	63,4	70,7	83,5	99,4	120,0	137,2	161,8	177,2	185,0
% promjena	9,6	11,4	18,1	19,1	20,7	14,3	18,0	9,5	4,4
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	273,3	287,4	300,9	307,2	324,0	333,3	362,6	370,6	376,2
% promjena	3,2	5,1	4,7	2,1	5,5	2,9	8,8	2,2	1,5
Plasmani, mlrd. HRK, kr	237,0	230,0	221,5	218,9	223,2	229,5	243,3	247,9	253,4
% promjena	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,0	2,8	6,0	1,9	2,2
Kamatna stopa 3-mj. ⁴ , %, pr	1,0	1,2	0,9	0,6	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	1,86	1,50	0,95	0,41	0,09	0,08	0,06	0,06	0,07

¹ Na domaćem tržištu ² U eurima ³ Uključujući kružna ulaganja ⁴ Na tržištu novca e – ocjena, f – prognoza, kr – kraj razdoblja, pr – prosjek razdoblja
 Prognoze: Raiffeisen istraživanja
 Izvori: HNB, DZS, MF

BDP, realna godišnja promjena (%)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	5,2	4,2	-4,5	4,2
Mađarska	5,1	4,9	-3,5	5,0
Češka	2,9	2,5	-7,6	6,6
Slovačka	4,0	2,3	-6,0	5,0
Slovenija	4,1	2,4	-4,2	3,6
SE	4,5	3,7	-5,2	4,9
Hrvatska	2,7	2,9	-8,5	3,0
Bugarska	3,1	3,4	-6,0	4,0
Rumunjska	4,0	4,1	-7,0	4,5
Srbija	4,4	4,2	-4,0	4,5
BiH	3,7	2,6	-5,2	3,3
Albanija	4,1	2,2	-4,0	4,0
JIE	3,7	3,7	-6,5	4,2
Rusija	2,3	1,3	-4,9	2,8
Ukrajina	3,3	3,2	-6,3	3,0
Bjelorusija	3,1	1,2	-4,5	1,5
IE	2,4	1,5	-5,0	2,8
SIE	3,2	2,5	-5,3	3,6
Austrija	2,4	1,6	-7,2	5,9
Njemačka	1,5	0,6	-5,9	4,2
Eurozona	1,9	1,2	-6,5	4,9
SAD	2,9	2,3	-5,3	5,3

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	1,7	2,3	3,6	1,9
Mađarska	2,8	3,4	2,4	3,5
Češka	2,1	2,8	2,5	1,8
Slovačka	2,5	2,7	2,0	1,3
Slovenija	1,9	1,6	0,9	1,9
SE	2,0	2,6	3,0	2,0
Hrvatska	1,5	0,8	0,0	1,7
Bugarska	2,8	3,1	2,3	2,9
Rumunjska	4,6	3,8	2,8	3,0
Srbija	2,0	1,9	1,8	2,1
BiH	1,4	0,6	-0,3	1,3
Albanija	2,0	1,4	2,0	2,3
JIE	3,4	2,9	2,1	2,6
Rusija	3,0	4,5	4,3	3,7
Ukrajina	10,9	7,9	4,6	8,0
Bjelorusija	4,9	5,6	6,3	6,1
IE	3,7	4,8	4,4	4,1
SIE	3,1	3,9	3,6	3,3
Austrija	2,1	1,5	0,7	1,8
Njemačka	1,9	1,4	0,6	1,8
Eurozona	1,8	1,2	0,5	1,6
SAD	2,4	1,8	0,9	2,4

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	7,4	7,6	-3,1	-0,1
Mađarska	16,5	12,3	-2,7	6,5
Češka	7,1	1,0	-16,9	9,5
Slovačka	3,7	4,4	-5,0	2,0
Slovenija	9,4	n.v.	n.v.	n.v.
SE	8,3	6,5	-6,3	3,2
Hrvatska	4,1	7,1	-12,0	6,5
Bugarska	5,4	2,2	-10,4	3,0
Rumunjska	-1,2	18,2	-8,0	6,0
Srbija	8,0	9,6	9,0	18,0
BiH	4,7	6,2	-11,0	6,0
Albanija	2,4	-4,1	-3,8	5,0
JIE	1,9	12,1	-7,0	7,0
Rusija	2,3	1,5	-1,5	2,5
Ukrajina	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Bjelorusija	4,9	5,0	n.v.	n.v.
IE	2,2	1,5	-1,3	2,2
SIE	4,1	4,5	-3,7	3,2
Austrija	3,9	2,7	-14,0	8,9
Njemačka	3,5	2,6	n.v.	n.v.
Eurozona	2,4	5,8	-9,3	7,0
SAD	4,6	1,3	-15,5	10,2

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	-0,7	0,0	0,0	-0,1
Mađarska	0,5	-0,6	-0,4	0,6
Češka	0,4	-0,4	-2,6	-1,6
Slovačka	-2,6	-2,9	-3,8	-2,7
Slovenija	5,7	5,4	5,0	5,3
SE	-0,4	-0,4	-0,9	-0,5
Hrvatska	1,9	3,0	-3,1	0,2
Bugarska	5,4	9,7	1,7	3,1
Rumunjska	-4,4	-4,7	-4,5	-4,5
Srbija	-4,9	-7,0	-3,3	-6,1
BiH	-3,7	-3,5	-3,1	-4,5
Albanija	-6,8	-7,1	-9,8	-7,3
JIE	-2,3	-1,9	-3,4	-3,1
Rusija	6,9	3,8	-1,0	0,1
Ukrajina	-3,6	-0,7	-3,8	-4,6
Bjelorusija	-0,1	-2,2	-8,0	-4,5
IE	5,9	3,2	-1,4	-0,4
Austrija	2,3	2,6	2,7	2,4
Njemačka	7,3	7,1	6,5	6,8
Eurozona	3,1	2,7	3,0	2,5
SAD	-2,4	-2,3	-2,6	-2,7

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	-0,4	-0,6	-1,2	-3,8
Mađarska	-2,0	-1,7	-6,0	-3,0
Češka	0,9	0,3	-6,7	-5,3
Slovačka	-1,0	-1,3	-9,5	-4,9
Slovenija	0,8	0,6	0,5	0,7
SE	-0,4	-0,6	-9,3	-4,1
Hrvatska	0,2	0,4	-7,1	-3,0
Bugarska	0,1	-1,0	-3,8	-1,0
Rumunjska	-2,9	-4,3	-8,5	-6,0
Srbija	0,5	0,2	-5,6	-3,0
BiH	2,3	1,5	-2,8	-2,1
Albanija	-1,6	-2,0	-4,5	-2,5
JIE	-1,4	-2,4	-6,9	-4,2
Rusija	1,9	1,8	-3,0	0,0
Ukrajina	-1,7	-2,2	-7,5	-3,0
Bjelorusija	4,0	1,5	-2,5	-2,0
IE	1,7	1,5	-3,3	-0,3
Austrija	0,2	0,7	-9,3	-2,5
Njemačka	1,9	1,4	-10,5	n.v.
Eurozona	-0,5	-0,6	-9,5	-2,5
SAD	-4,2	-4,6	-18,0	-8,5

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	48,9	46,0	57,9	57,6
Mađarska	71,0	68,2	79,1	74,3
Češka	32,6	30,8	37,7	40,5
Slovačka	49,4	48,0	62,4	62,9
Slovenija	70,4	66,6	63,5	60,1
SE	48,4	45,9	56,8	56,6
Hrvatska	73,8	72,0	84,6	83,6
Bugarska	22,1	19,9	25,0	25,0
Rumunjska	34,7	35,2	45,5	48,4
Srbija	53,8	50,1	59,0	55,1
BiH	34,2	32,9	38,0	37,0
Albanija	69,0	66,5	74,0	71,0
JIE	40,8	40,0	48,9	50,1
Rusija	13,0	13,2	13,2	13,2
Ukrajina	59,9	54,5	59,0	55,0
Bjelorusija	35,2	33,7	33,6	33,2
IE	17,5	17,2	17,5	17,2
Austrija	74,0	70,4	84,0	80,2
Njemačka	61,9	59,8	78,9	n.v.
Eurozona	85,8	84,1	95,0	96,0
SAD	105,2	106,8	128,0	129,5

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	64,5	59,8	63,1	60,0
Mađarska	79,2	73,7	71,8	65,3
Češka	81,6	77,5	87,1	83,5
Slovačka	102,0	108,2	117,5	116,3
Slovenija	92,0	95,1	95,9	96,5
SE	61,2	57,2	60,2	57,3
Hrvatska	82,7	79,7	90,4	89,5
Bugarska	59,1	56,2	64,7	59,8
Rumunjska	48,8	47,5	54,6	54,1
Srbija	60,2	56,6	66,4	60,8
BiH	65,5	63,1	71,7	68,6
Albanija	65,5	60,8	63,0	61,8
JIE	56,9	54,6	62,3	60,4
Rusija	27,3	28,2	30,9	29,0
Ukrajina	87,6	75,4	80,8	78,0
Bjelorusija	65,4	65,1	75,1	73,6
IE	32,7	33,2	36,6	34,7
SIE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	123,3	121,9	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjeak)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	4,26	4,30	4,43	4,40
Mađarska	319	325	347	343
Češka	25,6	25,7	26,4	25,6
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
Hrvatska	7,42	7,42	7,57	7,60
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,65	4,75	4,88	5,06
Srbija	118	118	118	118
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	128	123	125	127
Rusija	74,0	72,4	77,1	80,9
Ukrajina	32,1	28,9	29,3	31,4
Bjelorusija	2,41	2,34	2,79	3,05
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	euro	euro	euro	euro
SAD	1,18	1,12	1,11	1,16

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Rejting*

	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	A-	A2	A-
Mađarska	BBB	Baa3	BBB
Češka	AA-	A1	Aa-
Slovačka	A+	A2	A+
Slovenija	A+	Baa1	A
Hrvatska	BBB-	Ba2	BBB-
Bugarska	BBB	Baa2	BBB
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Srbija	BB+	Ba3	BB+
BiH	B	B3	NR
Albanija	B+	B1	NR
Rusija	BBB-	Baa3	BBB
Ukrajina	B	Caa1	B
Bjelorusija	B	B3	B
Austrija	AA+	Aa1	AA+
Njemačka	AAA	Aaa	AAA
Eurozona	AAA	AAA	AAA
SAD	AA+	Aaa	AAA

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

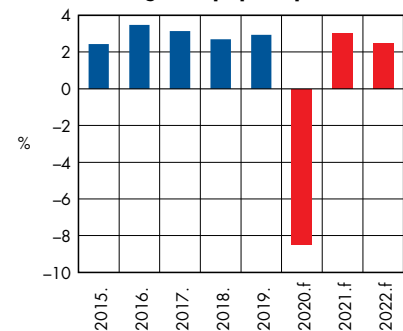
COVID-19 uzet će danak

Očekivanja o cikličkom usporavanju gospodarstva tijekom 2020. godine vrlo brzo su zaustavljena s naglim događanjima započetim u veljači. Epidemija korona virusa, mjere pa i posljedice istih došle su neočekivano i iznenada. Bez sumnje negativan utjecaj na gospodarstvo bit će jednokratno snažniji od krize zabilježene 2009. godine. Prognoze dubine i duljine krize uzorkovane COVID-19 mijenjale su se ovisno o razvoju pandemije te procjeni duljine trajanja epidemioloških mjera koje su za posljedicu imale djelomično do potpuno zatvaranje većine djelatnosti. Naposljetku, svjesni visoke ovisnosti o turizmu vrlo brzo postalo je jasno da će Hrvatska biti jedna od najpogođenijih europskih država. Stoga i ne iznenađuje da je stopa realnog pada BDP-a među državama srednje i jugoistočne Europe najsnažnija u Hrvatskoj.

Treba istaći da su prognoze izložene isključivo negativnim rizicima i uvelike ovisne o ostvarenju turističke sezone. Odgovor kreatora ekonomske politike u svim europskim državama bio je izdašan paket fiskalne pomoći među kojima se Hrvatska u relativnim iznosima našla pri vrhu ljestvice. Cilj je bio ublažiti udar na gospodarstvo i tržište rada, dok će se posljedice očitovati u snažnom produbljivanju manjka državnog proračuna i jednokratno snažnom rastu javnog duga u odnosu na bruto domaći proizvod. Barem za sada navedeno nije utjecalo na promjenu dugoročnog rejtinga Hrvatske, ali vrlo skoro započet će pitanja o održivosti duga i mogućnostima kako se vratiti na stazu fiskalne konsolidacije. Bit će to povratak starih izazova novoj Vladi budući da su za početak srpnja najavljeni parlamentarni izbori na kojima zasigurno nećemo vidjeti jasnog pobjednika već će se ponovno, ovaj put u ljetnim mjesecima, voditi pregovori za stvaranje koalicije. Nova Vlada trebala bi Hrvatsku uvesti u predvorje za prihvaćanje eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja budući da je ključni preduvjet za ostvarivanje bliske suradnje s ESB-om ispunjen. Naime, sveobuhvatnom procjenom kvalitete imovine banaka i stres testovima ESB je ocijenila da nijedna od obuhvaćenih pet banaka nema kapitalnih nedostataka. Uz navedeno, potpora investicijskom rejtingu došla je s očuvanjem stabilnosti tečaja kune, čime je središnja banka potvrdila dosljednost dosadašnje politike, a neizravnu podršku dobila je ugovaranjem ugovora o valutnoj razmjeni s Europskom središnjom bankom. Međutim sam ulazak u ERM2 ne jamči skoro i brzo uvođenje eura. Osim pravnih i normativnih ekonomskih kriterija među kojima je najizazovniji fiskalni, treba imati na umu da je i u posljednjem Izvješću o konvergenciji institucionalno okruženje u Hrvatskoj ocijenjeno među najlošijima u EU. Time se jasno poručuje da poslovno okruženje treba poboljšati kako bi se postiglo ne samo normativno usklađivanje i zadovoljavanje kriterija već da bi se postigla realna konvergencija odnosno podizanje standarda prosječnog građana Hrvatske koji već dva desetljeća pleše oko 60 posto prosjeka Europske unije.

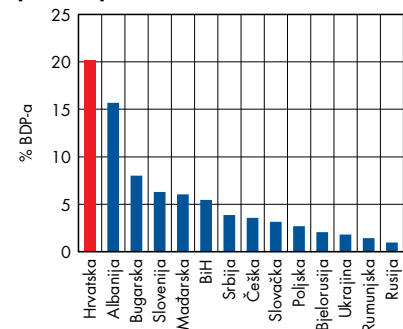
U ovu krizu ušli smo "jači" u usporedbi s velikom recesijom 2008., jer je zaduženost u dugom razdoblju pada gospodarstva zamjetno smanjena. Međutim bitna realokacija resursa nije se dogodila već smo naprotiv povećali ovisnost o turizmu, a razvoj pojedinog društva temeljiti isključivo na jednoj djelatnosti nije preporučljivo jer cijena na kraju može biti previsoka. Uz to, privid ekonomskog rasta temeljenog gotovo isključivo na renti guši ostale djelatnosti i gospodarstvo obzirom da vodi ka stagnaciji znanja i vještina stanovništva, a upravo ono ključ je uspjeha – napretka svakog društva.

BDP, realna godišnja promjena



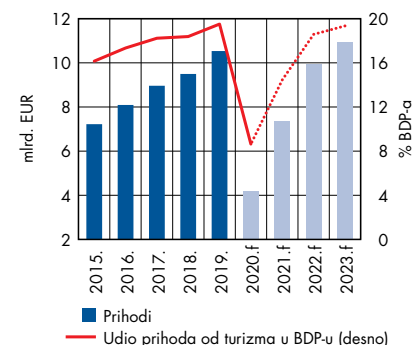
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Udio turizma u BDP-u – prihod od putovanja



Izvor: Eurostat, HNB, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizma

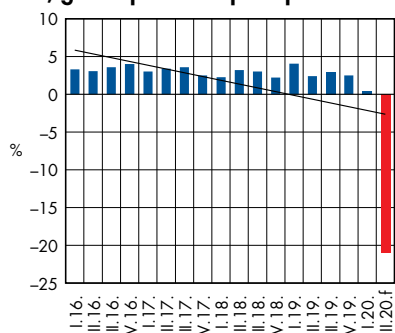


Izvor: DZS, HNB, Raiffeisen istraživanja

Snažan pad gospodarstva neizbježan, uz upitnu brzinu oporavka

- Osobna potrošnja i investicije predvodit će pad
- Sve oči uprte u turizam
- Opravak, ali umjeren u 2021.

BDP, godišnja realna promjena

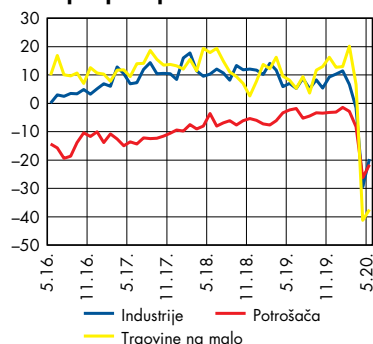


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Iako je jasno ukazala na bitno usporavanje gospodarske aktivnosti, razmjerno povoljna statistika bruto domaćeg proizvoda za prvo ovogodišnje tromjesečje ostala je opravdano zasjenjena izbijanjem epidemije COVID-19 i nizom revizija makroekonomskih pokazatelja za 2020. Usporavanje gospodarstva (mahom cikličke prirode) očekivalo se, ali epidemija, mjere pa i posljedice istih došle su neočekivano i naglo. Bez sumnje, negativan utjecaj na gospodarstvo bit će jednokratno snažniji od krize zabilježene 2008. godine.

Prognoze dubine i duljine krize uzorkovane COVID-19 mijenjale su se ovisno o razvoju pandemije korona virusa te procjeni duljine trajanja epidemioloških mjera koje su za posljedicu imale djelomično do potpuno zatvaranje većine djelatnosti. Naposljetku, svjesni visoke ovisnosti o turizmu veoma brzo postalo je jasno da će Hrvatska biti jedna od najpogađenijih europskih država. Stoga i ne iznenađuje da je stopa realnog pada BDP-a među državama srednje i jugoistočne Europe najznačajnija u Hrvatskoj.

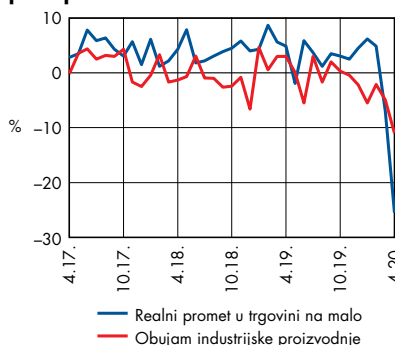
Indeksi povjerenja



Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Već u drugoj polovici ožujka svi visokofrekventni pokazatelji počeli su pokazivati izrazito negativna očekivanja. Snažno pogoršanje indeksa pouzdanja proizvođača i potrošača uz obustavljanje gospodarskih aktivnosti jasno su ukazivali, a travanjski i svibanjski podaci potvrdili, visoke stope pada u gotovo svim djelatnostima, od trgovine na malo do niza industrijskih djelatnosti. Uz to, režim prelaska unutarnjih granica Europske unije bio je otežan što uz potpuno i/ili djelomično zatvaranje većine europskih granica implicira snažan do gotovo potpuni pad izvoza i uvoza roba i usluga tijekom drugog tromjesečja. U takvim uvjetima ocjenjujemo da je realni godišnji pad BDP-a u drugom tromjesečju premašio 20%.

Trgovina na malo i industrija, god. promj.



Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

S druge strane za sada ostajemo pri procjeni realnog pada od 8,5% na razini cijele 2020. godine uz naglasak da su prognoze izložene izrazito i jedino negativnim rizicima. Predsezona je gotovo izgubljena dok su procjene glavne sezone, koja u našem osnovnom scenariju predviđa gubitak 60% turističkih prihoda, uvelike neizvjesne s mogućnošću bitno manjeg ostvarivanja. Uz to, pravi učinak na tržištu rada vidjet će se nakon isteka Vladinih potpora. Najveći doprinos padu doći će od osobne potrošnje, zbog rasta nezaposlenosti, pada zaposlenosti i smanjivanja raspoloživog dohotka dok će se investicije zamjetno smanjiti ili odgoditi pod utjecajem sve veće neizvjesnosti. Hrvatska u drugom tromjesečju godine ostvaruje barem petinu turističkih noćenja i prihoda od turizma dok se na treće tromjesečje odnosno glavnu turističku sezonu odonosi čak 70% ukupnih noćenja i prihoda. Treba imati na umu da su europske države (posebice Njemačka, Slovenija, Italija i Austrija) najvažnija emitivna tržišta i sva su teško zahvaćena posljednjim negativnim ekonomskim kretanjima. Visoki udio turizma odnosno prihoda od turizma u BDP-u od gotovo 20% jedan je od najviših u svijetu te premašuje udjele ostalih turistički-intenzivnih zemalja sjevernog Sredozemlja. Također, izravni udio turizma u BDP-u iznosi više od 11%. Nadalje, budući da privatni smještaj prevladava u strukturi turističkih kapaciteta (60%), navedeno ima izravni utjecaj na niži raspoloživi dohodak, optimizam potrošača te manju

potrošnju kućanstava. U takvim uvjetima sezonsko zapošljavanje će se smanjiti, što će povećati nezaposlenost.

Neto inozemna potražnja mogla bi biti blago pozitivna budući da će unatoč snažnom dvoznamenkastom padu izvoza roba i usluga, i uvoz zabilježiti pad zbog izostanka potražnje, izvoza usluga (turizma), ali i bitno nižih uvoznih cijena energije. Jedina sastavnica BDP-a koja će imati zamjetnije pozitivan doprinos BDP-u je državna potrošnja.

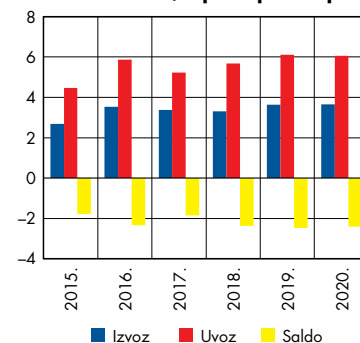
Sa strane ponude očekujemo snažan pad u djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane, prerađivačkoj industriji, trgovini i financijskim djelatnostima.

Početak oporavka u osnovnom scenariju vidimo tek prema kraju godine. Ipak, prema našim očekivanjima oporavak neće biti ni brz ni snažan obzirom na snažan negativan utjecaj krize i na realni sektor i na očekivanja koja utječu i na potrošnju i na investicije. Uz to brza realokacija resursa, promjena strukture ekonomije te uvjeti poslovanja neće se promijeniti u kratkom roku. To nam je pokazala prošla, šest godina duga, recesija. Primjerice, industrijska proizvodnja nikada nije vratila obujam na razine iz 2008., izvoz je i dalje oslonjen na resursno i radno intenzivne djelatnosti i još uvijek je nedovoljno velik da zadovolji možebitni brzi i snažan oporavak izvoznih tržišta. Naposljetku manjak u robnoj razmjeni s EU se produbio. S druge strane, u izvozu usluga dominira turizam dugi niz desetljeća čineći gospodarstvo ranjivim, a budućnost u trenutnim okolnostima neizvjesnom. Investicije su uvelike ovisne o sposobnosti povlačenja sredstava iz fondova EU, dok državna potrošnja nakon protoka krize više neće imati objektivnog prostora za rast (barem ne bi trebala imati) zbog nužne konsolidacije javnih financija.

Stoga ostajemo oprezni i pri procjeni da će realni godišnji rast u 2021. iznositi svega 3%. U scenariju umjerenih stopa oporavka, za dostizanje realne razine iz 2019. godine Hrvatskoj će trebati barem dvije do tri godine.

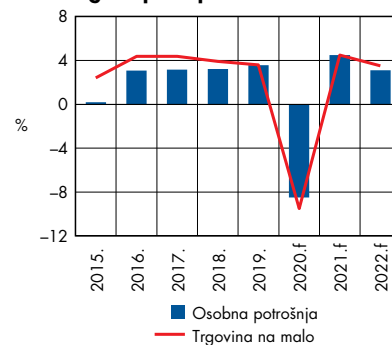
Zrinka Živković Matijević

Robni uvoz i izvoz, siječanj – ožujak



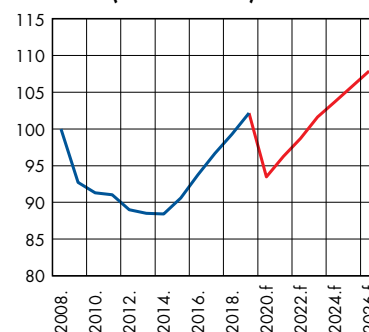
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Osobna potrošnja i trgovina na malo, realna god. promj.



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Realni BDP (2008. = 100)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Zamagljena slika tržišta rada

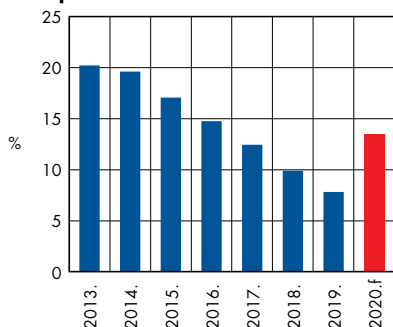
- Snažniji rast broja registriranih nezaposlenih osoba nakon isteka Vladinih potpora
- Stare slabosti i novi izazovi

Broj zaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



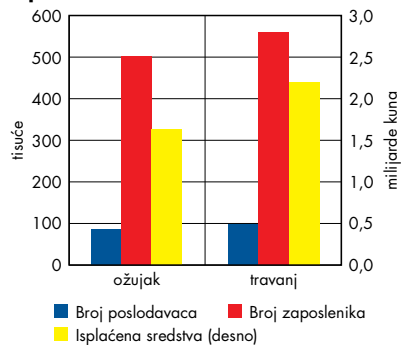
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prosječna godišnja stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Korisnici potpora za očuvanje radnih mjesta



Izvori: HZZ, Raiffeisen istraživanja

Dolaskom pandemije COVID-19 i popratnog gotovo potpunog zatvaranja ekonomske aktivnosti, nepovoljna kretanja u prvoj polovici 2020. nisu zaobišla ni hrvatsko tržište rada. Nakon višegodišnjeg silaznog trenda uz dvoznamenkaste stope pada, broj registriranih nezaposlenih osoba na godišnjoj razini u proljetnim mjesecima 2020. zabilježio je nagli preokret. Sezonski rast zaposlenih je izostao, a jače priljeve u evidenciju nezaposlenih osoba sprječavaju Vladine izdašne mjere potpora za očuvanje radnih mjesta u djelatnostima pogođenim COVID-19. Ipak detaljniji pogled, odnosno godišnje promjene daju naslutiti da je nepovoljan učinak na tržištu rada zaista prisutan. Naime, suprotno uobičajenim kretanjima, od travnja na godišnjoj razini raste broj nezaposlenih osoba pri čemu je već u svibnju godišnja stopa rasta premašila 35%. Uz to broj osiguranika pri HZMO po prvi puta od 2014. godine ima tendenciju pada, s očekivano najvećim negativnim doprinosom u djelatnostima pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane. Do kraja godine, a osobito od rujna nadalje, kada isteknu Vladine mjere i dio sezonskih radnika se vrati na Zavod za zapošljavanje, moguće je očekivati snažan rast nezaposlenosti i pad zaposlenosti. Zrcalit će to sliku snažnog pada gospodarske aktivnosti, a osobito kod mikro i malih poduzetnika koji su i sada najveći korisnici Vladinih potpora za zapošljavanje. Naime, posljednja službena statistika HZZ-a za travanj pokazuje da je ukupne potpore koristilo 98.535 poslodavaca za 558.724 svojih zaposlenika. Preko 90% korisnika su mikro poduzetnici. Navedena statistika implicira da je trenutno gotovo polovici zaposlenika u privatnom sektoru plaća u cijelosti /ili djelomice isplaćena izravno iz državnog proračuna (samo u ožujku i travnju preko 3,8 mlrd kuna). Nakon isteka mjera u svibnju, Vlada RH je za lipanj donijela odluku da se poslodavcima koji mogu dokazati utjecaj posebnih okolnosti nastave isplaćivati potpore. Glavni uvjet za ostvarivanje potpore za lipanj podrazumijeva pad prihoda od najmanje 50% u svibnju u odnosu na isti mjesec prošle godine. Odlučeno je da, ukoliko će se nepovoljna kretanja u gospodarstvu nastaviti, daljnje mjere za očuvanje radnih mjesta donositi će se na mjesečnoj razini. Za poslodavce koji ne posluju u sektorima za koje je dostupna potpora za lipanj, Vlada razmatra uvođenje potpore za financiranje skraćenog radnog vremena zaposlenika. Odluka bi se trebala donijeti tijekom lipnja 2020. Stopa nezaposlenosti će porasti kao i pritisak na plaće, pri čemu će se navedene promjene primarno događati u privatnom sektoru. Uz snažan pad zaposlenih u djelatnostima izravno oslonjenim na turizam i prerađivačka industrija će u 2020. zasigurno bilježiti snažan pad aktivnosti i zaposlenosti. Prosječna registrirana godišnja stopa nezaposlenosti u 2020. mogla bi se približiti razini iz 2016. kada je iznosila oko 13%. Treba podsjetiti da osim ponovnog rasta nezaposlenosti i pada zaposlenosti, Hrvatsku i dalje nastavlja obilježavati niska stopa zaposlenosti te razmjerno mali udio radno aktivnog stanovništva. Primjerice, čak i u uvjetima rasta Hrvatska je uz Grčku i Italiju imala najnižu stopu aktivnosti (omjer radno aktivnog i radno sposobnog stanovništva) u Europskoj uniji. Ona je u segmentu između 20. i 64 godine starosti tijekom 2019. iznosila svega 66,7% za razliku od prosjeka EU28 koji je iznosio 73,9%.

Zrinka Živković Matijević, Marko Barbić

Unatoč dvostrukom manjku, odnosi s inozemstvom stabilni

- Nepovoljna kretanja na računu usluga
- Rast bruto inozemni duga prema 90% BDP-a

Posljednji dostupni podaci o kretanju platne bilance potvrdili su višak na tekućem i kapitalnom računu u 2019. i šestu uzastopnu godinu. Obzirom na recentna događanja pozitivan trend u ovoj će godini biti zaustavljen. Smanjenje/gubitak prihoda od putovanja zbog neočekivanih i nepredvidivih okolnosti uslijed pandemije Covid-19 i gubitka deviznih priljeva od turističke (pred)sezona, nepovoljno će se odraziti na kretanje na podračunu usluga. Zbog pada prihoda od izvoza roba pogoršati će se i saldo na podračunu roba, ali bi u uvjetima pada i uvoza roba negativan utjecaj trebao biti nešto slabiji u usporedbi s kretanjima na računu usluga. Očekujemo i smanjenje prihoda od naknada privremeno zaposlenih osoba u inozemstvu. U našem osnovnom scenariju, uzimajući u obzir projicirani pad gospodarstva od 8,5% u ovoj godini očekujemo manjak na tekućem računu bilance plaćanja na razini oko 3% BDP-a.

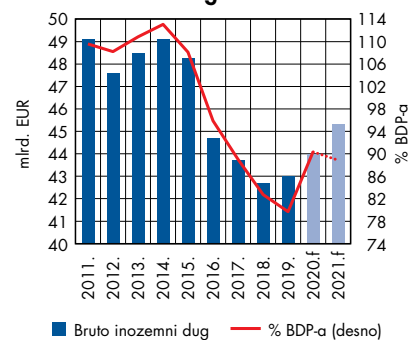
U slučaju i snažnijeg pada BDP-a ne očekujemo dodatno produbljivanje manjka uzimajući u obzir da snažan pad na podračunu usluga (uslijed pada prihoda od turizma, ali i putovanja) implicira i pad uvoza robe, ublažujući tako negativan utjecaj pada izvoza. Očekujemo kako Hrvatska neće imati poteškoća u financiranju manjka posebice uzimajući u obzir kapitalni račun na kojem su kretanja u velikoj mjeri pod utjecajem priljeva kapitala iz fondova EU, a u drugoj polovici godine javni će sektor povući sredstva upravo tom svrhom. U 2021. godini očekujemo oporavak i povratak viškovima na tekućem računu.

Razdoblje kontinuiranog smanjenja bruto inozemnog duga podržanog povoljnim gospodarskim kretanjima, razduživanjem u svim ključnim sektorima ili zamjenom inozemnog zaduživanja onim na domaćem tržištu uslijed poboljšanih lokalnih uvjeta financiranja trajalo je kontinuirano od 2014. do 2019. godine. Krajem ovogodišnjeg prvog tromjesečja bruto inozemni dug iznosio je 40,5 mlrd. eura što je za 0,4 mlrd. eura manje u odnosu na kraj prethodne godine, a prema navodima iz središnje banke gotovo je isključivo rezultat povoljnih tečajnih i ostalih prilagodbi.

U ovoj godini uz negativan saldo na tekućem računu bilance plaćanja očekujemo i porast bruto inozemnog duga u nominalnom i relativnom izrazu. Oporavak i ponovno pokretanje gospodarske aktivnosti uz visoke potrebe za financiranjem dovest će do rasta inozemne zaduženosti svih ključnih sektora. Uz to, snažan pad gospodarske aktivnosti utjecat će na porast udjela bruto inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu koji bi mogao biti na razini blago i iznad 90%. S druge strane, nastavak ekspanzivnih monetarnih politika vodećih središnjih banaka kroz niske će kamatne stope djelomično ublažiti rast troškova inozemnog zaduživanja i tako djelovati u pozitivnom smjeru.

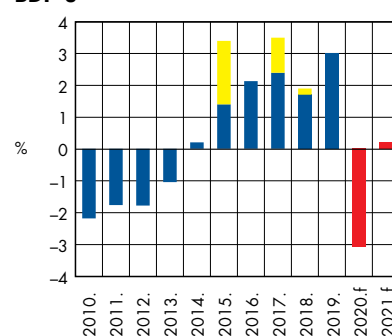
Elizabeta Sabolek Resanović

Bruto inozemni dug



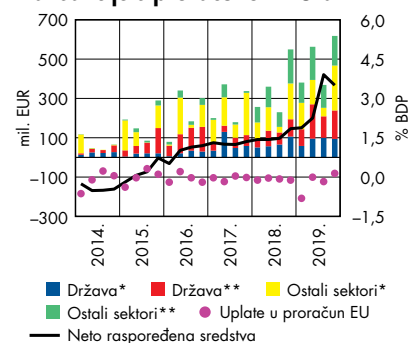
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u*



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

Transakcije s proračunom EU-a

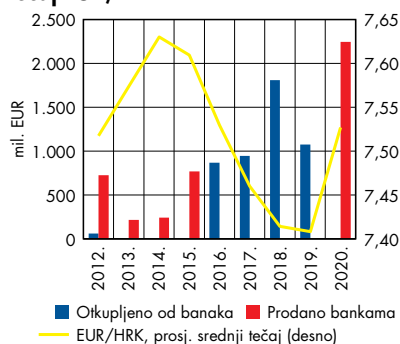


*tekući prihodi; **kapitalni prihodi
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Korak bliže euru

- **Stabilnost EUR/HRK zadržana**
- **Visoka likvidnost i niske kamatne stope uslijed niza mjera monetarne politike**
- **Izvjешće o konvergenciji razmjerno povoljno, ali uz naglasak starih slabosti**

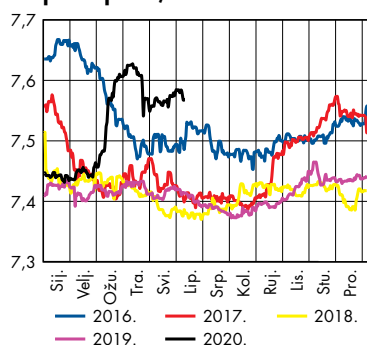
Devizne intervencije HNB i srednji tečaj EUR/HRK



*do 19. lipnja 2020.

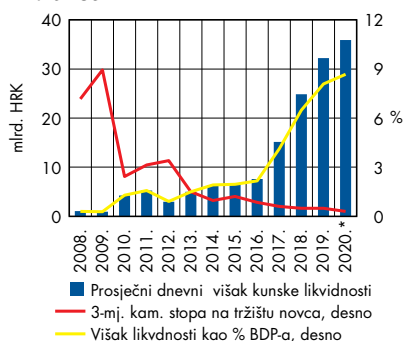
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti



*do 19. lipnja 2020.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Strah i neizvjesnost zbog negativnog utjecaja pandemije COVID-19 osjetila se veoma brzo na financijskim tržištima. Središnja banka reagirala je nizom mjera iz područja monetarne politike istovremeno zadržavajući stabilnost tečaja EUR/HRK, ali i nepromijenjeni akomodativni karakter. S razina ispod 7,45 kuna za euro krajem veljače EUR/HRK je vrlo brzo, već krajem ožujka, premašio 7,60 kuna za euro, dosegnuvši tako razine posljednji put viđene u ožujku 2016. godine. U uvjetima kada tečaj predstavlja glavno sidro vođenja monetarne politike središnja banka je ponovno pokazala dosljednost očuvanja stabilnosti domaće valute. Samo u ožujku, zbog pritiska u smjeru slabljenja kune u odnosu na euro, HNB je u pet intervencija na deviznom tržištu te, u manjoj mjeri, izravnim transakcijama s bankama prodao bankama 2,5 mlrd eura. Naredni mjeseci donijeli su primirje i povratak ispod razine od 7,60 kuna za euro, bez potrebe za deviznim intervencijama, ali uz povremene izravne transakcije s bankama (50 milijuna eura u travnju te 150 milijuna eura u svibnju). Izravne transakcije s bankama umanjile su deprecijacijska očekivanja i osigurala stabilnost tečaja domaće valute. U uvjetima prisutne neizvjesnosti i razmjerno naglog spuštanja deviznih pričuva (s gotovo 21,5 mlrd eura krajem veljače na ispod 16 mlrd u travnju) osobito pozitivnim i umirujućim za devizno tržište primljena je vijest o dogovoru HNB-a i Europske središnje banke o uspostavi linije za valutni ugovor o razmjeni (*engl. swap line*). Valutni ugovor o razmjeni sklopljen je kao mjera opreza, a do kraja godine omogućuje razmjenu kuna za eure u iznosu 2 mlrd eura. Bio je to jasan znak da HNB ima podršku i Europske središnje banke te da će politika stabilnosti tečaja biti zadržana.

Ljetni mjeseci pred nama i povratak potražnje za kunama imat će tek blag aprecijacijski učinak na domaću valutu, dok bi prema kraju godine prosječni tečaj EUR/HRK trebao imati tendenciju rasta. Dominantni dio trgovanja vjerojatno će se odvijati oko 7,55 kuna za euro pri čemu donji raspon trgovanja vidimo na 7,53 kune za euro. Očekivano i sezonski uobičajeno slabljenje kune prema euru s približavanjem kraja godine ne bi trebalo prelaziti već sada psihološku granicu od 7,60. Ostvarenja takvih očekivanja osobito će vrijediti u slučaju potvrde da će Hrvatska u drugoj polovici 2020. ući u Europski tečajni mehanizam 2. Naša očekivanja potkrepljuju pozitivne izjave dužnosnika ESB-a temeljene ujedno i na rezultatima sveobuhvatne procjene pet hrvatskih banaka i posljednjeg Izvjешća o konvergenciji. Prema pregledu kvalitete imovine i testu otpornosti na stres pet hrvatskih banaka nema kapitalnih nedostataka čime se nesmetano omogućava uspostava sporazuma o bliskoj suradnji između ESB-a i HNB-a i ulazak u bankovnu uniju, ali i ERM2. S druge strane, Izvjешće o konvergenciji Europske središnje banke razmjerno je pozitivno, ali posebno naglašava već stari izazov slabog institucionalnog okruženja Hrvatske, koji je među lošijima u usporedbi s analiziranim državama. Naposljetku, definiranjem paritetnog tečaja kune u odnosu na euro neće se promijeniti stav središnje banke u pogledu dosljednosti očuvanja stabilnosti tečaja. Štoviše, središnja banka imati će dodatnu potporu od strane ESB-a. S druge strane, fiskalni kriteriji prema našem mišljenju kao i institucionalno okruženje najveći su izazov i potencijalna prepreka k potpunom preuzimanju eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja. Naime, ključna je održi-

vost u ispunjavanju normativnih kriterija dok jedino zdravo institucionalno okruženje može jamčiti i realnu konvergenciju. U suprotnom, ostanak u ERM2 može potrajati jako dugo kao i kod nekih drugih država članica EU*.

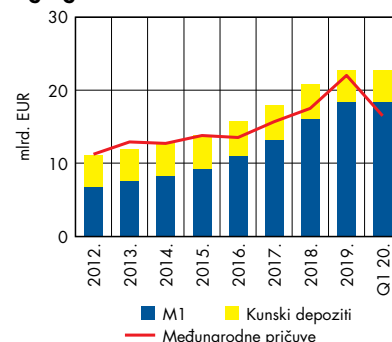
U međuvremenu monetarna politika je nastavila podržavati i visoku likvidnost na domaćem tržištu pa je prosječni višak kunske likvidnosti premašio 40 mlrd kuna ili 9% procijenjenog BDP-a. Posljedica je to niza aktivnosti i mjera monetarne politike, od strukturnih operacija, smanjenja obvezne pričuve bankama na 9% s 12%, tjednih redovitih repo operacija pa do operacija prilagodbe u kojima je HNB po prvi puta u povijesti naše središnje banke počeo otkupljivati vrijednosne papire Republike Hrvatske. U takvim uvjetima i kamatne stope ostale su na povijesno niskim razinama. Ni mjeseci pred nama neće donijeti promjene u kamatnim stopama, jer će HNB u danim uvjetima stabilnosti tečaja i izostanka inflacije voditi ekspanzivnu monetarnu politiku.

Upravo inflacija je nakon rasta u prvim mjesecima godine već u ožujku usporila, a u travnju i svibnju poprimila negativnu vrijednost pod snažnim utjecajem pada cijena energije, prvenstveno naftnih derivata. Zrcalna je to slika kretanja cijena sirove nafte na svjetskim robnim tržištima koja je na godišnjoj razini bila niže od 50%. Uzroke takvih kretanja treba tražiti u posljedicama mjera zatvaranja gospodarstava uslijed pandemije COVID-19 koje će u uvjetima zamjetno niže gospodarske aktivnosti za posljedicu imati i nižu potražnju za sirovom naftom i rast zaliha.

Druga polovica godine trebala bi prema našim očekivanjima donijeti nastavak pada prosječnih potrošačkih cijena na godišnjoj razini pa bi u osnovnom scenariju u odnosu na 2019. u ovoj godini trebali zabilježiti stagnaciju potrošačkih cijena. Međutim, šok ponude i zamjetno niža potražnja sugeriraju da su ove procjene izložene negativnim rizicima. Konvergencija cijena usluga k europskom prosjeku blago će usporiti, dok će razina cijena energije i dalje biti na zamjetno nižim razinama u odnosu na 2019. S oporavkom gospodarstva 2021. očekujemo povratak umjerenog rasta cijena. Temeljna inflacija, koja ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda, energije ni administrativne cijene i dalje će se kretati oko 1,5%.

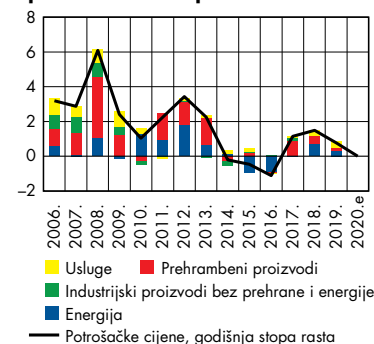
Zrinka Živković Matijević

Međunarodne pričuve i monetarni agregati



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Godišnje stope inflacije i doprinosi komponenata inflaciji



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Cijene sirove nafte

	trenutna*	Ruj. 20.	Pro. 20.	Mar. 21.	Lip. 21.
Brent	54,2	71,0	65,0	61,0	64,8
WTI	66,7	50,6	58,0	54,5	55,8

* 19. lipnja 2020.

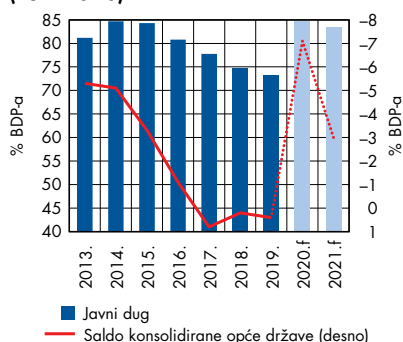
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

* primjerice Litva i Latvija su u ERM2 provele 6,5 odnosno 8,5 godina.

Stari izazovi nove Vlade

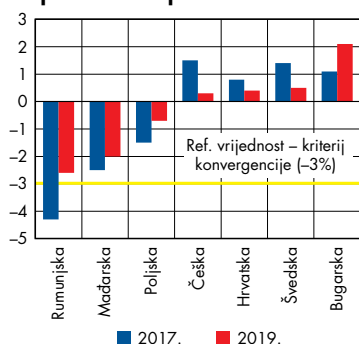
- Manjak proračuna i rast javnog duga neizbježni
- Relativno povoljni uvjeti zaduživanja zadržani

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



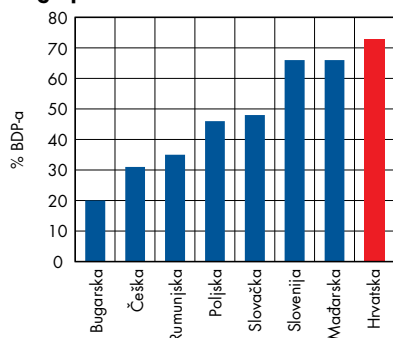
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Saldo proračuna opće države



Izvori: Eurostat, Izvješće o konvergenciji, Raiffeisen istraživanja

Dug opće države u 2019.



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Početak svibnja, predstavljanjem Nacionalnog programa reformi koji se donosi u okviru Europskog semestra¹ i Plana konvergencije Vlada je objavila nove, "pandemijske" projekcije makroekonomskih i fiskalnih kretanja. Uz značajno povećanje potreba za dodatnim financijskim sredstvima za saniranje posljedica epidemije korona virusa i za provedbu mjera za pomoć gospodarstvu manjak općeg proračuna za ovu godinu planiran je na 6,8% BDP-a. Detaljniji pregled projiciranih fiskalnih kretanja donesen je nekoliko dana kasnije, Rebalansom proračuna za 2020. kojim su ukupni prihodi državnog proračuna planirani na razini od 122 mlrd. što je smanjenje za 23,2 mlrd. kuna u odnosu na prvotni plan, ali i gotovo 18 mlrd. kuna u odnosu na ostvarenje 2019. Analizom pojedinih komponenti prihoda, najznačajniji pad u usporedbi s izvršenjem proračuna 2019. projiciran je upravo na stavkama s najvećim udjelom u prihodima. Tako su očekivani prihodi od Poreza na dodanu vrijednost smanjeni za 20,3%, a prihodi od Posebnih poreza i trošarina na 14,5% jasno odražavajući očekivani snažan pad osobne potrošnje, najznačajnije komponente bruto domaćeg proizvoda. Očekivano, i prihodi od Poreza na dobit smanjeni su za gotovo 30% dok se jedino kod Pomoći očekuje rast prihoda u odnosu na 2019. za 23,3% na 18,3 mlrd. kuna. Oko 97% ukupnih prihoda od pomoći odnosi se na prihode od pomoći međunarodnih organizacija i institucija i tijela EU, koji su izravno vezani uz projekte financirane iz EU proračuna. Prema navodima Vlade dio ovih sredstava namijenjen je za nabavu zdravstvenog materijala i opreme te financiranje mjera za očuvanje radnih mjesta.

S druge strane, ukupni rashodi planirani su u iznosu od 147,3 mlrd. kuna što je 5,3% ili 7,4 mlrd. kuna više u odnosu na ostvarenje 2019. Međutim, uz značajne realokacije kako bi se osigurala financijska sredstva potrebna za financiranje mjera i aktivnosti u borbi s epidemijom i njezinim posljedicama rashodi državnog proračuna zadržani na istoj razini kao i u originalnom planu za 2020. Pri tome se za provedbu mjere Potpore za očuvanje radnih mjesta poduzetnicima pogođenima COVID-19 osigurava 6,7 mlrd. kuna. Iako smanjenje rashoda za zaposlene za 25%, te financijskih rashoda kao rezultat povoljnijih uvjeta (re)financiranja odnosno smanjenja troškova kamata za 33,8% ohrabruje značajnije uštede na rashodnoj strani obuzdane su rastom Subvencija (+86% u odnosu na ostvarenje 2019.) uslijed povećanja subvencija za potpore za očuvanje radnih mjesta kao i za mjere ruralnog razvoja i izravna plaćanja poljoprivrednim proizvođačima. Tako je, nakon tri godine viška, proračunski saldo opet u negativnom području vraćajući nas još jedanput unazad i podsjećajući na dug i zahtjevan put povratka javnih financija ka uravnoteženom/pozitivnom fiskalnom saldu.

Naše prognoze proračunskog manjka nešto su konzervativnije, na razini blago iznad 7% što sugerira kretanje javnog duga prema 85% BDP-a. U tom kontekstu, iako je u nedavno objavljenom Izvješću o konvergenciji² Europska središnja ban-

¹ Europski semestar ciklus je koordinacije ekonomske i fiskalne politike unutar Europske unije (EU) u okviru kojeg države članice usklađuju svoje politike s ekonomskom politikom definiranom na razini EU-a. Sudjelovanje u Europskom semestru obveza je svake države članice EU-a, a RH punopravno sudjeluje u procesu Europskog semestra od 2014. godine.

ka pozitivno komentirala napredak Hrvatske u smislu približavanja gospodarstva europskom po većini procjenjivanih kriterija, pitanje održivosti fiskalne politike u srednjoročnom razdoblju predstavlja priličan izazov. Naime razina javnog duga u odnosu na usporedive zemlje u Hrvatskoj je na značajno višim razina što uz rigidnu strukturu rashoda otvara pitanje može li ekonomska i fiskalna politika podržati traženu dinamiku smanjenja duga u srednjoročnom razdoblju. Iskustva brojnih zemalja pokazuju da fiskalne konsolidacije koje se zasnivaju na prihodnoj, a ne na rashodnoj strani proračuna, dugoročno nisu održive. Države koje se priključuju euro području trebaju dokazati održivost svojih konvergencijskih procesa i svoju sposobnost da ispune trajne obveze koje donosi prihvaćanje eura.

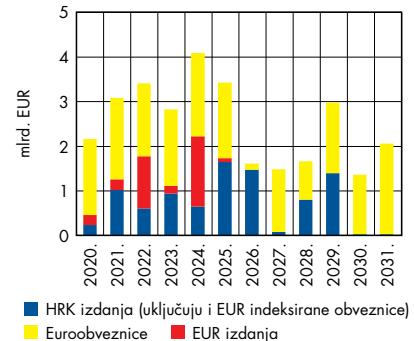
U takvim okolnostima, rastu i potrebe za financiranjem. Iako inicijalni ovogodišnji plan računa financiranja nije sadržavao izdavanje dodatnih dužničkih vrijednosnica na domaćem tržištu (nakon 15 mlrd. kuna izdanja u prvom tromjesečju), povećane potrebe za financiranjem (prema planu primitaka za 24.9 mlrd. kuna od izdanih vrijednosnih papira) implicirale su i dodatna izdanja. Uz iznimno povoljne uvjete zaduživanja na domaćem tržištu kapitala u izazovnim tržišnim uvjetima početkom svibnja realizirano je 1,445 mlrd. eura uz prinos do dospijeca 0,75%, a potom je u lipnju uslijedilo i 2 mlrd. eura inozemnog izdanja euroobveznica dospijeca 2031. godine (prinos na izdanju od 1,643%).

I središnja banka aktivno se cijelim nizom mjera uključila u suzbijanje krize izazvane epidemijom korona virusa. Tijekom ožujka i travnja HNB je, između ostalog, kroz operacije fine prilagodbe započeo kvantitativno popuštanje otkupima državnih obveznica. S ciljem održavanja stabilnosti na tržištu državnih vrijednosnih papira otkupljeno je, kroz tri operacije, ukupno 13,8 mlrd. kuna obveznica RH, što premašuje 10% ukupnog nominalnog iznosa aktivnih izdanja lokalnih obveznica. Važno je napomenuti da se ovdje radi o nominalnim iznosima, a obzirom da je njihova tržišna vrijednost veća od nominalne HNB je za navedene operacije izdvojio i više od objavljenih iznosa. Točan iznos nije poznat kao niti podatak koji su institucionalni investitori prodali obveznice iz svojih portfelja središnjoj banci i na taj način osigurali likvidnost za kupnju novih izdanja, obveznica izdanih početkom svibnja.

S navedenim izdanjima, prema podacima iz posljednjeg rebalansa državnog proračuna financiranje za ovu godinu je zatvoreno. Ipak, ne isključujemo mogućnost još jednog lokalnog izdanja prema kraju godine s obzirom na očekivanu snažnu kontrakciju gospodarstva, manje priljeve u državni proračun i visoke potrebe za financiranjem. Uz zadržavanje kreditnog rejtinga države u investicijskom razredu i tijekom 2020. što je potvrđeno i prvim krugom revizija agencija za procjenu kreditnog rejtinga gdje su i S&P i Fitch potvrdili investicijsku razinu "BBB-" sa stabilnim izgledima, izglednu mogućnost ulaska u Europski tečajni mehanizam 2, visoku likvidnost te stalnu potragu investitora za barem nekim povratom uvjeti zaduživanja Republike Hrvatske ostati će relativno povoljni. S dru-

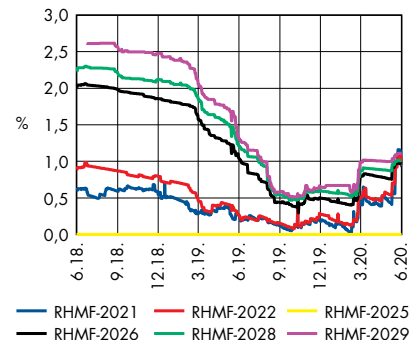
2 Na temelju izvješća o konvergenciji donosi se odluka Vijeća EU-a o tome ispunjava li određena država članica uvjete za ulazak u europodručje. U izvješću se ocjenjuje jesu li države članice koje još nisu ispunile potrebne uvjete za uvođenje eura (takozvane države članice s odstupanjem) postigle visok stupanj održive gospodarske konvergencije u smislu stabilnosti cijena, urednih javnih financija, stabilnosti deviznog tečaja i konvergencije dugoročnih kamatnih stopa. U izvješću se ocjenjuje i usklađenost njihova nacionalnog zakonodavstva s pravilima o ekonomskoj i monetarnoj uniji (EMU) navedenima u Ugovoru o funkcioniranju Europske unije (UFEU) u pogledu neovisnosti nacionalnih središnjih banaka, zabrane monetarnog financiranja i usklađenosti sa statutima Europskog sustava središnjih banaka (ESSB) i Europske središnje banke (ESB).

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



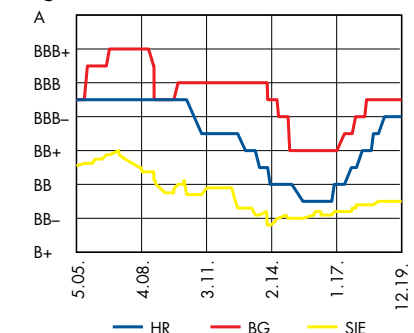
*glavnica i kamate
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na HRK obveznice



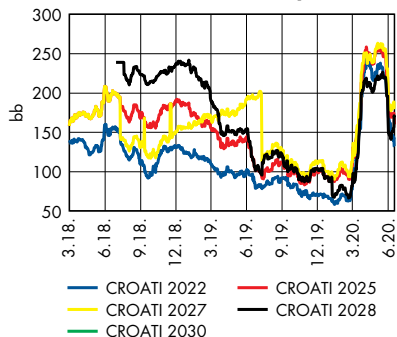
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Kretanje rejtinga Hrvatske i Bugarske*



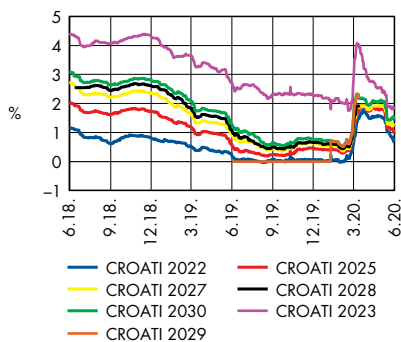
* S&P SIE prosjek rejtinga Albanije, Makedonije, Crne Gore, Rumunjske, Srbije uključujući pozitivne ili negativne izgledne označene sa 0.5 bodova
Source: Thomson Reuters, S&P, RBI/Raiffeisen RESE-ARCH

Spread hrvatskih euroobveznica u odnosu na referentna izdanja



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi hrvatskih euroobveznica



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

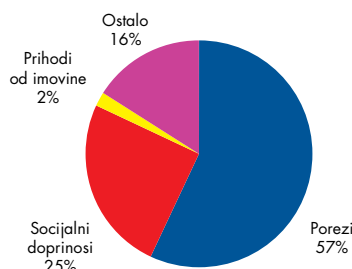
ge strane, u svjetlu skorih parlamentarnih izbora, novoj Vladi predstoji prilično izazovan period, u razdoblju pada gospodarske aktivnosti nositi se sa visokim potrebama za zatvaranje proračunskih manjkova, a s druge strane zadovoljiti kontinuirani rast apetita raznih proračunskih korisnika.

Na tržištima obveznica, nakon prvotnog šoka i razdvajanja lokalne i eurske krivulja prinosa gdje su prinosi lokalnih desetogodišnjih izdanja zaglavili oko 1% dok su se prinosi inozemnih izdanja sličnog dospeljeća, prateći kretanja u regiji, približili razini od 2% uslijedila je određena konvergencija uz pad prinosa eurskih izdanja. Ovakva kretanja podržana su već navedenim lokalnim čimbenicima (zeleno svjetlo za ulazak u ERM II te zadržavanje rejtinga RH na investicijskoj razini), ali i globalnim čimbenicima odnosno odgovor monetarne politike ESB-a i Europske komisije izdašnim paketom mjera koji su umanjili financijske rizike i tako zadržali prinose na niskim razinama.

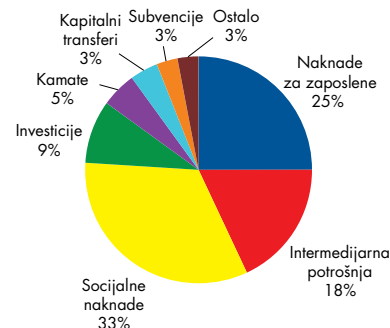
I u nadolazećem razdoblju očekujemo zadržavanje stabilnosti na lokalnom tržištu uz kretanje prinosa oko trenutnih, niskih razina. Nešto izraženija volatilnost moguća je na eurskoj krivulji pri čemu ne isključujemo mogućnost blagog pada prinosa, odnosno približavanja lokalnoj krivulji prinosa.

Elizabeta Sabolek Resanović

Prihodi i rashodi proračuna 2019.



Izvori: Ministarstvo financija, Raiffeisen istraživanja



Turizam – Ahilova peta hrvatskog gospodarstva

- Gubitak predsezone te nada ostvarenja 30% prihoda 2019. u glavnoj turističkoj sezoni
- Turizam će i nadalje ostati važan segment hrvatskog gospodarstva

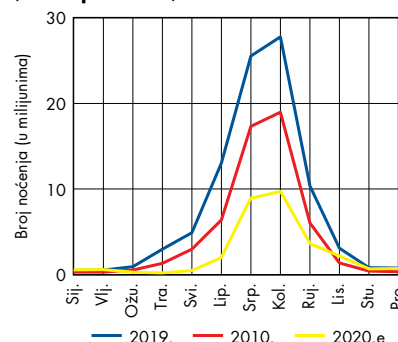
Uvod – zašto je model “sunce i more” osobito važan za Hrvatsku

Povoljan geografski položaj, prirodne ljepote i kulturno bogatstvo, uz percepciju sigurne države, omogućili su Hrvatskoj status važnog turističkog odredišta u Europi. Povijesno, turizam je imao važnu ulogu u domaćem gospodarstvu. Međutim, hrvatski turizam odlikuje tipičan model “mora i sunca”, s koncentracijom dolazaka i noćenja turista u obalnim područjima tijekom ljetnih mjeseci. Iako smanjena kroz godine, visoka sezonalnost je ostala kao i ponuda uglavnom usmjerena na privatni jeftiniji smještaj, dok je prosječna turistička potrošnja niža u odnosu na ostale Mediteranske države. Ipak, turizam ostaje ključni izvor izvoznih prihoda i izdašan dodatni prihod mnogim kućanstvima s velikim utjecajem na osobnu potrošnju te posljedični priljev sredstava od neizravnog oporezivanja u državni proračun. Procjenjuje se da izravni utjecaj turizma na BDP prelazi 11,5%, dok je udio bruto dodane vrijednosti sektora putovanja i turizma u ukupnoj bruto dodanoj vrijednosti premašio 25%. Nadalje, udio prihoda od turizma u platnoj bilanci Republike Hrvatske približio se 20%, dok s 37% udjela prihoda od turizma u ukupnom izvozu roba i usluga Hrvatska daleko nadmašuje ostale usporedive države (Grčka 29%, Cipar 22% i Portugal 20%). Istovremeno je, udio međunarodnog turizma u odnosu na izvoz usluga, najveći u Hrvatskoj (69%) u usporedbi s drugim usporedivim mediteranskim zemljama (Grčka – 59%, Portugal – 58%). Nasuprot ostalih “turistički ovisnih” europskih država, važnost i ovisnost o turizmu u Hrvatskoj se posljednjih godina snažno povećala.

Turizam, odnosno na njega oslonjene djelatnosti i sektori, najteže su pogođeni pandemijom COVID-19. Usljed prizemljivanja cijelih flota aviona, zatvaranja ugostiteljskih i smještajnih objekata te izdanih službenih upozorenja o putovanju (za privatna i poslovna putovanja), broj dolazaka stranih turista i ostvareni prihodi od turizma strmoglavili su se već u ožujku. Pritom je negativan trend u europskim destinacijama nastavljen tijekom travnja i svibnja, uz očekivani oporavak u drugoj polovini lipnja. Međutim, povratak fizičkih indikatora te prihoda od turizma na razine prije izbijanja pandemije Covid-19 i nadalje je neizvjestan obzirom da će trend oporavaka prije svega ovisiti o riziku od izbijanja novog vala infekcija, pronalasku cjepiva za Covid-19 te tempu oporavka gospodarske aktivnosti i tržišta rada na globalnoj razini. Stoga se turistička industrija suočava s neviđenom situacijom, koja će dovesti u pitanje njezinu dokazanu robusnost volatilnosti gospodarskih ciklusa i terorizmu.

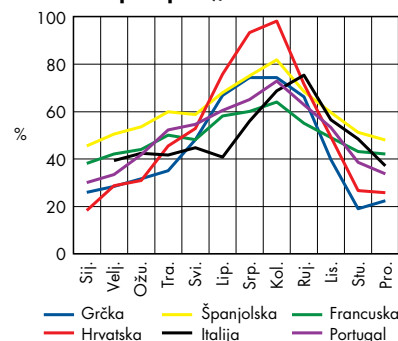
Neizvjesnost oko razvoja pandemije i odgovora pojedinih gospodarstva (poput “lockdown-a” većine djelatnosti i zatvaranja granica) prelijeva se na ekonomske projekcije i izgled ne samo u kratkoročnom već i u srednjoročnom razdoblju. Nadu u ovogodišnje ostvarenje barem dijela rekordnih turističkih rezultata iz 2019. daje nam otvaranje europskih granica polovicom lipnja, geografska blizina i lojalnost stalnih gostiju. Pritom je za Hrvatsku pozitivno što je i tijekom ove krize zadržala svoju reputaciju sigurne zemlje za putovanja (u odnosu na Italiju ili Španjolsku). Ipak, treba biti svjestan da će potražnja za hrvatskom turističkom uslugom ovisiti o razvoju situacije (epidemiološke i gospodarske) na našim naj-

Sezonalnost hrvatskog turizma (noćenja turista)



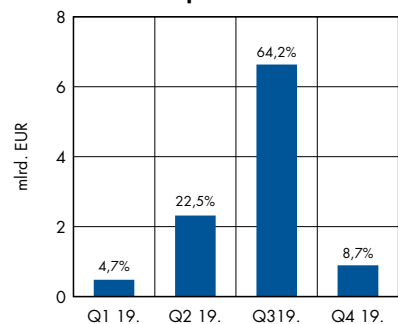
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Popunjenost soba (u hotelima i sličnim smještajima), 2019.



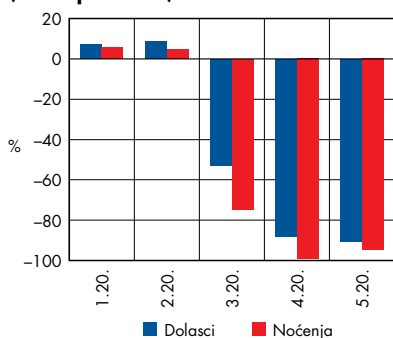
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Platna bilanca – prihodi od turizma



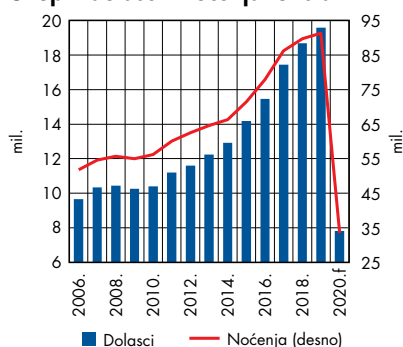
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Sezonalnost hrvatskog turizma (noćenja turista)



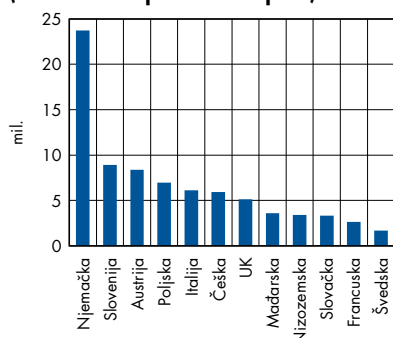
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Ukupni dolasci i noćenja turista



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Noćenja stranih turista u 2019. (kao % u ukupnim noćenjima)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

važnijim emitivnim tržištima (Njemačka, Italija, Austrija, Slovenija), koje su također snažno pogođene pandemijom te da i ove države potiču domaći turizam putem vaučera.

Naglo zaustavljanje – od euforičnog optimizma početkom godine do zastrašujućeg pada

Od dana kada je Hrvatska zabilježila prvi slučaj COVID-19 (25. veljače 2020.), iz dana u dan kao i u mnogim europskim državama rasla je neizvjesnost. Što su snažnije bile mjere socijalne distance to je bivalo sve jasnije da će Hrvatska zbog strukture svog gospodarstva biti osobito pogođena. Naime, uz gotovo potpuno zatvaranje ekonomske aktivnosti, vrlo brzo je postalo jasno da će sektor putovanja i turizma biti segment gdje će se zabilježiti strahoviti gubitci s vrlo neizvjesnim početkom i dinamikom oporavka. Čini se da će upravo turizam biti "Ahilova peta" hrvatskog gospodarstva. Iako spremnija nego u vrijeme velike financijske krize 2009., zbog niže razine zaduženosti i zamjetno povoljnije fiskalne metrike, ostaje činjenica da je ovisnost Hrvatske o turizmu u međuvremenu čak i narasla.

Stoga se kao ključna varijabla u procjenama ovogodišnjeg pada domaćeg gospodarstva uzima turizam, odnosno procjena glavne turističke sezone (razdoblje srpanj do rujna), budući da je sasvim izvjesno da je Hrvatska kao i mnoge druge države izgubila predsezona u potpunosti. Naša trenutna procjena pada gospodarstva temelji se upravo na činjenici da je predsezona u cijelosti izgubljena, a glavna turistička sezona bilježi gubitke u iznosu od 60 do 70%. Granice s našim najvažnijim emitivnim tržištima su od sredine lipnja otvorene, ali dužnosnici pojedinih država upozorili su svoje građane na razboritost prilikom donošenja odluke o putovanju uz poziv za ostanak u domovini tijekom ljetnih mjeseci. Naravno tu je i prirodna želja da se zaštiti lokalna industrija i tržište.

Stoga bi se unatoč razmjeno povoljnoj epidemiološkoj situaciji, atraktivnim prirodnim ljepotama i blizini emitivnih tržišta, Hrvatska mogla suočiti s najtežom turističkom godinom još od Domovinskog rata. U scenariju gubitka 80–90 posto prihoda i noćenja glavne turističke sezone, ne isključujemo dvoznamenkasti pad hrvatskog gospodarstva (i od 15 posto). Prema našim očekivanjima ni anticipirani razmjeno snažni oporavak turizma u 2021. neće uspjeti nadoknaditi ogromne gubitke iz 2020., već će razdoblje oporavka na rekordne razine iz 2019. potrajati barem dvije do tri godine. Gubitak turističkih prihoda predstavljat će, zbog strukture smještajnih kapaciteta, snažan udar na raspoloživi dohodak stanovništva. Stoga, uz posljedični pad zaposlenosti očekujemo da će doći i do narušavanja optimizma i očekivanja potrošača. Troškovi turističkih kompanija bi zbog niza potrebnih epidemioloških mjera mogli zamjetno narasti, a investicijski ciklusi se odgoditi uslijed višeg fokusa menadžmenta na likvidnost i solventnost tijekom ove i sljedeće godine.

Tmurne oblake već su donijeli prvi pokazatelji iz realnog sektora za ožujak i travanj. Naime, nastavljen je pad industrijske proizvodnje, snažan pad zabilježila je trgovina na malo dok su noćenja i dolasci turista bilježili snažne dvoznamenkaste godišnje stope pada. Prvi, možda i jedini jasan indikator budućih kretanja, indeksi raspoloživanja za travanj, spustili su se na najniže razine u posljednjih pet godina. Iako isti pokazatelji za svibanj upućuju na izvjesno poboljšanje u odnosu na prethodni mjesec, ostaje činjenica da su na godišnjoj razini očekivanja znatno niža. Navedeno održava povećan oprez, neizvjesnost i strah poslovne zajednice i stanovništva da će posljedice pandemije i zatvaranja gospodarstva u Hrvatskoj biti vrlo nepovoljne za realno gospodarstvo i tržište rada. Unatoč

tome što je Hrvatska uvelike omogućila dolazak inozemnih gostiju već od kraja svibnja, olakšavajući epidemiološke mjere, većina granica unutar Europske unije ostala je sve do polovice lipnja zatvorena ili je prelazak turista preko istih uvjetovan negativnim testom na Covid-19 ili dvotjednom samoizolacijom.

Turizam – hrvatska verzija “nizozemske bolesti”

Oporavak turizma neće se dogoditi ni tako naglo niti tako brzo kao što se dogodio njegov pad uslijed pandemije COVID-19. On će se odvijati postupno kroz više faza i kroz barem dvije do tri godine. Za to postoji nekoliko razloga. Glavna emitivna tržišta Hrvatske (Njemačka, Italija, Austrija i Slovenija) također su snažno pogođena pandemijom virusa. Stoga je povratak gostiju s tih tržišta, osim uklanjanja prekograničnih restrikcija, ovisan o oporavku kupovne moći te nacionalnim politikama njihovih Vlada u vidu preporuka i poticaja za putovanja. Istovremeno, mali udio domaćih gostiju teško da može nadomjestiti gubitak stranih gostiju. Štoviše, izgledan snažni rast nezaposlenosti tijekom Q3 i Q4 2020. dodatno će obeshrabriti domaću potražnju i sklonost ka putovanjima. Uz to, starije dobne skupine koje su do sada bile jedan od najvažnijih tržišnih segmenata za produženje turističke sezone vjerojatno će ubuduće biti znatno manje sklone putovanjima. Stoga vjerujemo da će problem sezonalnosti, koji je i do sada u Hrvatskoj bio najizraženiji u odnosu na usporedne Mediteranske zemlje, ostati prisutan i u nadolazećem razdoblju. Naposljetku, i sam WTTC navodi da je u slučaju dosadašnjih epidemija/pandemija (npr. SARS, Ebola, i sl.) sektoru turizma u prosjeku trebalo 20 mjeseci da se vrati na razine iz predkriznog razdoblja. Stoga, uz ostale prisutne probleme (poput nekonkurentnosti domaće industrije i robnog izvoza, visoke birokratiziranosti sustava i javnog duga) smatramo da će oporavak domaćeg gospodarstva biti razmjerno sporiji u odnosu na ona gospodarstva koja imaju diverzificiraniju strukturu i/ili su više oslonjena na industrije više dodatne vrijednosti.

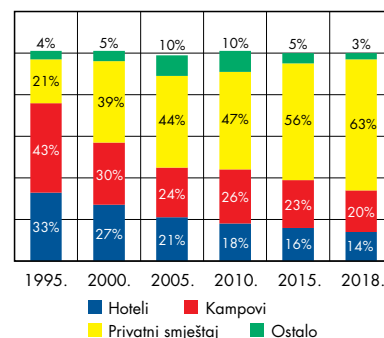
Pandemija COVID-19, koja je izazvala globalnu zdravstvenu ali i ekonomsku krizu, potvrdit će još jednom da je preveliko oslanjanje na jedan segment gospodarstva jako rizično, skupo i neodrživo.

Nema sumnje da će turizam i dalje predstavljati bitan segment hrvatskog gospodarstva te će ostati jedan od najvažnijih izvoznih usluga. Međutim, sve do sada Hrvatska nije uspjela iskoristiti mogućnosti da s njegovim razvojem jača i druge industrije. Štoviše, jačanjem turizma rasla je uvozna ovisnost dok se domaća industrija uvelike zanemarivala. Najveća tržišna vrijednost i snaga turizma proizlazi upravo iz sinergijskog učinka koji nastaje u međudjelovanju više gospodarskih djelatnosti komplementarnih sektoru putovanja i turizma. Upravo u toj činjenici leži i tajna utjecaja potonjeg na gospodarski rast i razvoj, ali i prilika za bolje korištenje raspoloživih resursa i komparativnih prednosti Hrvatske. Međutim, treba istaknuti da je turizam osjetljiva grana, podložna različitim nepovoljnim utjecajima, od ekonomskih i/ili geopolitičkih kriza do epidemija i/ili pandemija.

Naposljetku, nije preporučljivo razvoj pojedinog društva temeljiti isključivo na jednoj djelatnosti, u ovom slučaju turizmu, jer cijena na kraju može biti previsoka. Uz to, privid ekonomskog rasta temeljenog gotovo isključivo na renti guši ostale djelatnosti i gospodarstvo obzirom da vodi ka stagnaciji znanja i vještina stanovništva, a upravo ono ključ je uspjeha – napretka svakog društva.

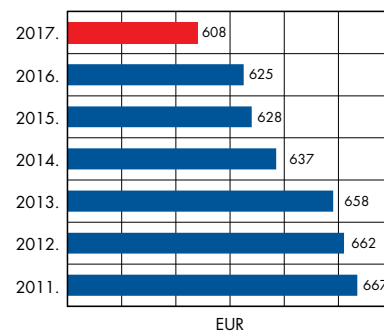
Zrinka Živković Matijević, Silvija Kranjec

Struktura smještajnih kapaciteta kroz godine



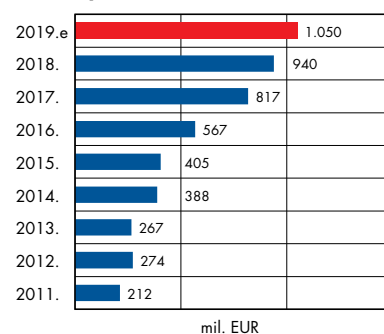
Izvori: HTZ, Raiffeisen istraživanja

Prihod po stranom turistu



Izvori: DZS, Horwath HTL, Raiffeisen istraživanja

Investicije u turizam

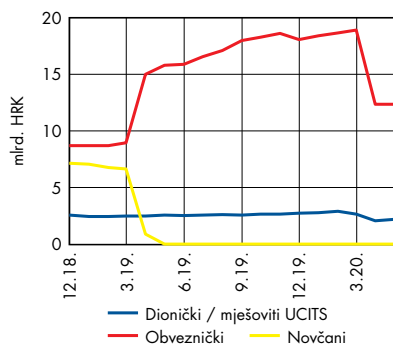


Izvori: DZS, Horwath HTL, Raiffeisen istraživanja

Prilagodba poslovanja na mjere za sprječavanje pandemije

- Banke odobravaju moratorij na otplatu kredita dužnicima pogođenim mjerama za zaustavljanje širenja zaraze
- Omjer neprihodujućih u ukupnim kreditima snižen na 5,39% prije očekivanog povratka na više razine
- ESB objavio rezultate sveobuhvatne procjene pet hrvatskih banaka – nema kapitalnih nedostataka

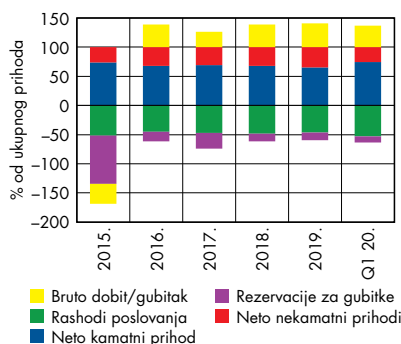
Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina



Izvori: HANFA, Raiffeisen istraživanja

Mjere zatvaranja radi sprječavanja širenja pandemije virusa COVID-19 uvedene su u drugoj polovini ožujka. Šok zbog zatvaranja promptno se prelio na devizno tržište i tržište državnog duga. Očekivani izostanak priljeva strane valute u ljetnoj turističkoj sezoni pojačao je deprecijacijske pritiske na kunu. Istodobno, povećana je premija rizika za hrvatski dug s negativnim utjecajem na cijenu dužničkih instrumenata RH, pa su investitori povukli trećinu ulaganja u obvezničke investicijske fondove. Zatvaranje je promijenilo poslovanje i u bankarskom sustavu. Zahtjevi za odgodu plaćanja obveza po kreditima kod građana tendiraju prema razini od 10% ukupnih kredita. Poduzeća uz odgode plaćanja koriste i kredite za povećanje likvidnosti što zajedno tendira prema razini od 30% u odnosu na stanja kredita. Za korisnike kredita čiji dohodak značajno ovisi o realizaciji prihoda u ljetnoj sezoni, banke nakon tromjesečnog moratorija odobravaju dodatno restrukturiranje duga uz odgodu naplate do 12 mjeseci, kako bi prilagodile dospjeće financijskih obveza dužnika sa smanjenim prihodima.

Struktura rezultata poslovanja banaka



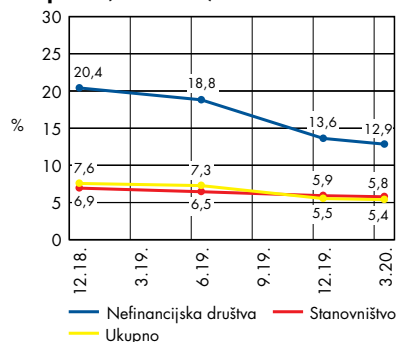
Legenda:

- 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

U 2. polugodištu očekujemo nastavak rasta plasmana banaka državi – manji dio direktno, a veći preko kreditiranja poduzeća uz garanciju države. Odobreni moratoriji smanjuju otplatu ranije odobrenih kredita. Dodatno, banke odobravaju nove kredite za financiranje obrtnog kapitala poduzeća uz prijenos dijela kreditnog rizika na državnu agenciju (HAMAG BICRO) za mala i srednja poduzeća, te djelomično financiranje i/ili prijenos rizika na državnu razvojnu banku (HBOR) za velika poduzeća. Stoga očekujemo rast kredita poduzećima preko 10 posto na godišnjoj razini. Kod stanovništva se smanjeni dohoci negativno odražavaju na potrošnju i potrošačke kredite, a pojačana neizvjesnost na tržištu nekretnina smanjuje potražnju za stambenim kreditima. U uvjetima povišene rizičnosti kreditnog poslovanja banke prilagođavaju kreditne politike na promjene u okružju. U lipnju su bankama ponovno dostupna izvješća kreditnog registra (HROK) nakon dvogodišnje stanke što olakšava procjenu kreditne sposobnosti te će rezultirati povećanjem udjela neodobrenih u ukupnom broju zahtjeva za kreditima. Dodatno, ova izvješća će povećati preciznost procjene vrijednosti ranije odobrenih kredita. Stoga je kod stanovništva izgledna negativna godišnja stopa promjene kredita.

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim (NPL ratio)



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Na kraju 1. tromjesečja završava višegodišnja tendencija smanjivanja omjera neprihodujućih kredita. Smanjenje gospodarske aktivnosti uz rast broja nezaposlenih u nastavku godine negativno će utjecati na kreditnu sposobnost dužnika. Stoga očekujemo porast omjera neprihodujućih kredita i smanjivanje profitabilnosti bankarskog sektora. U prošloj godini banke su ostvarile 10-postotni povrat na kapital. Nakon zatvaranja u 2020. i upola slabiji rezultat poslovanja ne bi bio neočekivan. Banke su likvidne i dovoljno kapitalizirane za suočavanje sa gubicima zbog zatvaranja, što je potvrdila i Europska središnja banka nakon završenog pregleda kvalitete imovine (AQR) i testiranje otpornosti na stres pet banaka koje čine 79 posto ukupne imovine bankarskog sektora.

Anton Starčević

Središnje banke prisiljene na nove mjere bez presedana

- ESB – odluka o povećanju programa PEPP
- FED – bez podizanja kamatnih stopa prije 2022.

Europska središnja banka na posljednjem zasjedanju u lipnju donijela je odluku o povećanju programa PEPP (*pandemic emergency purchasing programme*) za 600 mlrd. eura (sa inicijalno planiranih 750 na 1.350 mlrd. eura) a program bi se trebao provoditi najmanje do lipnja 2021. Obveznice u portfelju središnje banke stečene u okviru PEPP-a bit će u potpunosti reinvestirane najmanje do kraja 2022. godine. Pri tome je većina alata monetarne politike koju provodi ESB ostala nepromijenjena. Kamatne stope zadržane su na postojećim razinama (depozitna na -0,5%, glavna stopa refinanciranja na 0,0% te granična na 0,25%) dok je program otkupa neto imovine (APP) nastavljen s prosječnim volumenom od 20 mlrd. eura na mjesečnoj razini. Iz smjernica budućih kretanja može se zaključiti kako će se referentne kamatne stope zadržati na sadašnjim ili nižim razinama sve dok se inflacija ne bude održivo kretala prema ciljanom cjenovnom rasponu. Kupovina u okviru programa neto kupovine imovine trebala bi završiti tek prije prvog povećanja kamatnih stopa. Obveznice stečene u okviru programa APP bit će u potpunosti reinvestirane i dugo nakon prvog povećanja kamatnih stopa. Program PEPP nastavit će se sve dok Vijeće ESB-a ne razmotri da je faza krize s koronavirusom završena. S posljednjom odlukom, program PEPP dosegno je 11,5% BDP-a. Prema našem mišljenju, PEPP je osnovni čimbenik koji će osigurati da prinosi državnih obveznica ostanu usidreni na niskim razinama unatoč visokom proračunskom deficitu i s tim povezanim nizom nepoznanica u javnom sektoru.

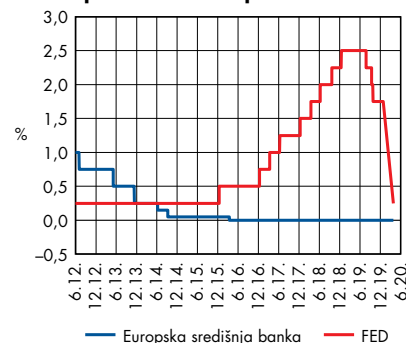
S druge strane, posljednje Fed-ove procjene o stanju američkog gospodarstva jasno su potisnule optimizam i sklonost prema riziku koji su bili prisutni na financijskim tržištima posljednjih tjedana. **Glavni čelnik Fed-a, J. Powell**, opet je potvrdio svoju zabrinutost pred odborom Senata kada je upozorio i naglasio kako potpuni oporavak nije izgledan sve dok javnost ne bude sigurna da je virus obuzdan. Uz zadržavanje raspona referentnog kamatnjaka na trenutnim razinama (0,0% – 0,25%), prema Fed-ovim projekcijama, prvo podizanje kamatnih stopa ne očekuje se prije kraja 2022. godine. Ipak, u dugoročnom razdoblju, većina članova i dalje očekuje referentnu kamatnu stopu oko 2,5%. Dok je krajem ožujka neto kupnja obveznica Fed-a iznosila oko 75 mlrd. dolara dnevno, trenutno se malo viši iznos (80 mlrd. dolara) kupnje provodi na mjesečnoj razini. Uz naglasak kako će Fed s neto kupnjom u narednim mjesecima nastaviti barem trenutnom dinamikom, vrijednost obveznica do kraja godine mogla bi dosegnuti 10,3% BDP-a (približno 2.200 mlrd. dolara). Također, Fed je proširio kupnju na sekundarno tržište obveznica gdje kupuje široki i diverzificirani portfolio američkih korporativnih obveznica. Smjernice budućih kretanja potvrđuju našu procjenu da će neto kupnja vrijednosnih papira i dalje igrati značajnu ulogu u spletu Fedove monetarne politike čak i ako volatilnost na financijskim tržištima bude na nižim razinama. Unatoč izloženim negativnim rizicima i neizvjesnosti, trenutni stav Fed-a sugerira da će referentne kamatne stope ostati na trenutnim razinama.

Prognoze kamatnih stopa

SAD	trenutno*	2020.	2021.	2022.	2023.
Ref. kamatna stopa	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
2-god. prinos	0,19	0,20	0,20	0,40	1,05
10-god. prinos	0,72	0,90	1,10	1,30	1,70
Euro područje					
Ref. kamatna stopa	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2-god. prinos	-0,66	-0,85	-0,75	-0,65	-0,50
10-god. prinos	-0,41	-0,50	-0,30	-0,10	0,20

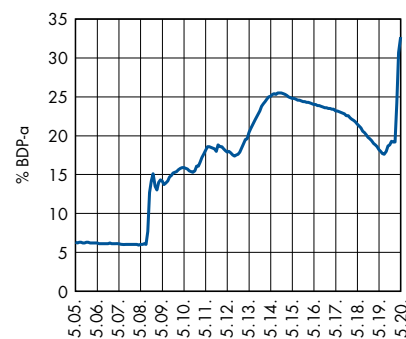
* 19.6.2020., 12:30h
Izvor: Bloomberg, RBI Raiffeisen RESEARCH

Kretanja kamatnih stopa



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Bilanca Fed-a



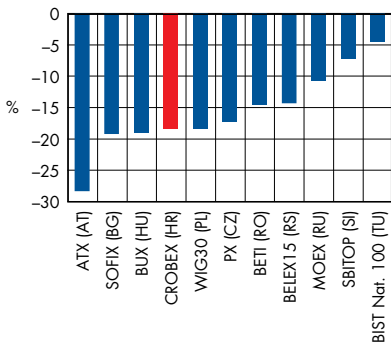
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Marko Barbić, Elizabeta Sabolek Resanović

Dionička tržišta pod utjecajem pandemije Covid-19

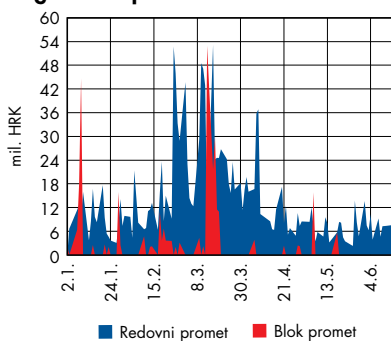
- Optimizam na krilima očekivanja brzog oporavka svjetskog gospodarstva
- Vrednovanje CROBEX-a nešto više u odnosu na indekse regije
- Prisutan rizik drugog vala zaraze

Regionalni indeksi – prinosi od početka 2020.*



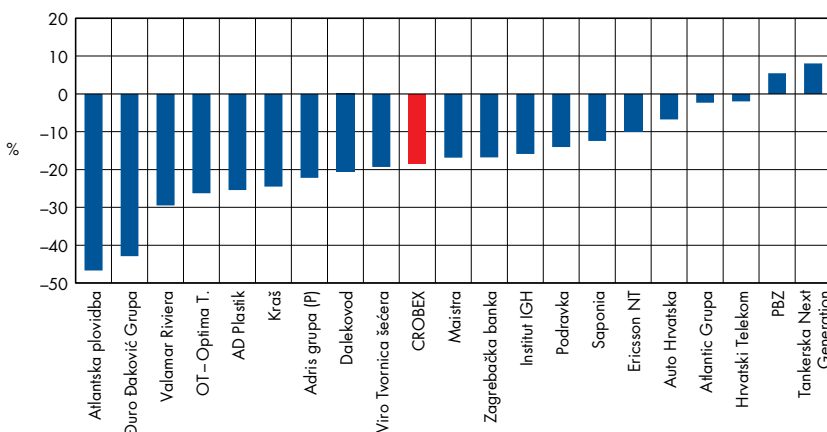
* u lokalnoj valuti na datum 15.6.2020. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dnevni promet dionicama na Zagrebačkoj burzi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati CROBEX sastavnica od početka 2020. (dividende nisu uključene)*



* povrati izračunati na datum 15.6.2020. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Na krilima izdašnih poticajnih mjera i vijesti o popuštanju restrikcija za obuzdavanje pandemije koronavirusa, vodeći svjetski dionički indeksi zabilježili su snažan rast od kraja ožujka te su u velikom broju sektora u SAD-u u značajnoj mjeri nadoknađeni gubici u odnosu na razine s kraja veljače. Rast su predvodili ciklički sektori, što sugerira da tržišta očekuju brz oporavak globalne gospodarske aktivnosti. Pritom su još uvijek loši pokazatelji iz realnog sektora stavljeni u drugi plan te zasad nemaju veliki utjecaj na tržišna kretanja. Posljednjih dana jača strah investitora da bi moglo doći do ponovnog globalnog zatvaranja ekonomija zbog većeg rasta broja zaraženih u Kini i SAD-u, što ipak smatramo manje vjerojatnim, s obzirom da je sada manje nepoznanica vezanih za virus te stoga očekujemo primjenu ciljanih mjera u rizičnijim područjima. Općenito smo optimistični oko kretanja svjetskih i regionalnih dioničkih tržišta do kraja godine. No, kako su američki dionički indeksi već na razmjerno visokim razinama, raste i mogućnost veće korekcije cijena u kratkom roku. Izuzev razvoja situacije s pandemijom, kao potencijalni faktor rizika za dionička tržišta u narednom razdoblju vidimo zaoštavanje retorike aktualnog američkog predsjednika Trumpa prema Kini, a ususret ovogodišnjim predsjedničkim izborima u SAD-u zakazanim za početak studenog.

Svi regionalni indeksi od početka godine bilježe negativne povrate, a najveći minus imao je austrijski indeks ATX, uglavnom zbog visoke zastupljenosti dionica cikličkih sektora, bankarskog i naftnog, koji su jedni od najpogođenijih u trenutnoj krizi. Rusko tržište je zabilježilo jedan od najmanjih gubitaka u regiji SIE, unatoč visokom udjelu dionica naftnog i bankarskog sektora u indeksu MOEX. Jedan od razloga je nešto kasnije širenje pandemije u Rusiji pa tako i kasnije uvođenje restriktivnih mjera, ali i manji očekivani utjecaj krize na rusko gospodarstvo u cjelini.

CROBEX je od početka godine na vrijednosti izgubio 18,5% te se time svrstao među indekse sa značajnijim padom u regiji SIE. Među sastavnicama indeksa uvjerljivo najbolju izvedbu je imala dionica Tankerske Next Generation, koja je profitirala od sloma cijene nafte u travnju do kojega je došlo unatoč prethodno postignutom dogovoru između članica OPEC+ udruženja o ciljanom smanjenju dnevnog volumena proizvodnje nafte za gotovo 10 mil. barela tijekom svibnja i lipnja. Drastičan pad potražnje za naftom zbog gotovo potpunog zaustavljanja svjetskog gospodarstva (ca. 30 mil. barela dnevno) ostavio je tržište preplavljeno naftom, dok su se skladišni kapaciteti ubrzano punili. Takva situacija pogodovala je brodarskim kom-

panijama jer su "plutajući spremnici" ostali usidreni pred lukama. Jedino je još dionica PBZ-a ostvarila rast vrijednosti, dok su sve ostale sastavnice CROBEX-a zabilježile negativne povrate. Pritom je najveći pad ostvarila dionica Atlantske plovidbe.

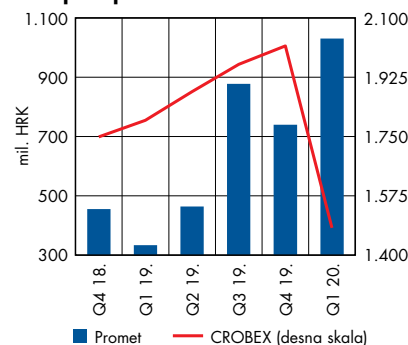
U drugom tromjesečju očekujemo pad prihoda i dobiti većine kompanija, s obzirom na gotovo potpuno zaustavljanje gospodarstva u travnju. Relativno zaštićene u trenutnim okolnostima trebale bi biti kompanije telekomunikacijskog sektora, unatoč izostanku prihoda od roaminga. S druge strane prehrambena bi industrija (nakon inicijalno povećane potražnje) zbog pada osobne potrošnje i povjerenja potrošača, kao i izostanka turističke predsezona te skraćenog radnog vremena, mogla bilježiti slabije prodajne rezultate u prvoj polovici 2020. Kako je većina ovih negativnih čimbenika već uračunata u cijene dionica, ne očekujemo značajniji negativan utjecaj objava polugodišnjih rezultata poslovanja.

Slično kao i na inozemnim tržištima, do kraja godine očekujemo pozitivna kretanja na Zagrebačkoj burzi, u skladu s očekivanim oporavkom gospodarstva, pod uvjetom izostanka drugog vala zaraze. Ipak, imajući u vidu udio prihoda od turizma u BDP-u Hrvatske te izrazitu sezonalnost hrvatskog turizma, veliki dio izgubljenih dolazaka odnosno prihoda neće se moći nadoknaditi u kasnijim mjesecima 2020. godine. Stoga očekujemo značajan negativni utjecaj na poslovanje turističkih, kao i kompanija svih povezanih sektora na godišnjoj razini. Slijedom navedenog, smatramo da u svjetskim okvirima često spominjani "V" model oporavka u hrvatskim uvjetima nije realan. Posljedično, očekujemo nešto slabiju izvedbu CROBEX-a do kraja godine u odnosu na svjetske i regionalne indekse. Tome u prilog govori i vrednovanje CROBEX-a u odnosu na regionalne i svjetske indekse mjereno omjerom P/E, koji se trenutačno kreće oko 14,5x što je nešto više u odnosu na indekse regije SIE. Do kraja godine najbolju izvedbu očekujemo od dionica cikličkih sektora, posebno onih kompanija s većim udjelom prihoda na inozemnim tržištima, s obzirom da bi one mogle profitirati od relativno bržeg gospodarskog oporavka tih zemalja. Povećana volatilnost je i dalje prisutna na dioničkim tržištima pa stoga kraće izraženije korekcije nisu isključene. Eventualni poticaj domaćem tržištu mogla bi dati privatizacija neke od kompanija u državnom vlasništvu, imajući u vidu tešku poziciju javnih financija u 2020. i odlučnost Vlade da nastavi proces pridruživanja eurozoni.

Sva navedena očekivanja odnose se na osnovni scenarij prema kojemu ne očekujemo značajniji drugi val rasta broja zaraženih u turističkoj sezoni niti s dolaskom zimskog vremena. U slučaju snažnijeg drugog vala pandemije, naše pretpostavke rasta se mijenjaju. Odnosno, u tom slučaju očekujemo novi oštar pad indeksa, ali ne očekujemo zatvaranje kakvo smo imali pa bi stoga i utjecaj na gospodarstvo ipak trebao biti manji.

Ana Turudić

Tromjesečni redovni promet dionicama i CROBEX na kraju tromjesečja



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

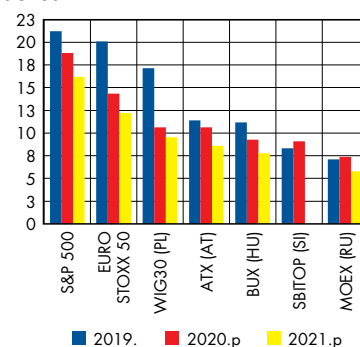
Pokazatelji CROBEX kompanija

Kompanija	EV/EBITDA (x)	P/E (x)
AD Plastik	4,59	6,16
Adris grupa (P)	6,11	15,97
Atlantic Grupa	6,39	10,62
Atlantska plovidba	5,10	neg.
Auto Hrvatska	5,27	13,41
Dalekovod	7,45	neg.
Đuro Đaković Grupa	n.a.	neg.
Ericsson NT	10,50	16,40
Hrvatski Telekom	3,60	20,00
Institut IGH	12,30	4,00
Kraš	13,10	51,70
Maistra	9,10	22,60
OT-Optima T.	5,20	45,90
PBZ	n.a.	10,40
Podravka	6,90	12,50
Saponia	8,09	neg.
Tankerska Next Generation	7,80	11,90
Valamar Riviera	8,50	14,60
Viro Tvoronica šećera	0,60	0,50
Zagrebačka banka	n.a.	9,80

* Izračunati na cijene dionica na datum 15.06.2020. u odnosu na rezultate kompanija u zadnjih 12 mjeseci (zaključno s 1. tromjesečjem 2020.)

Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

P/E omjer regionalnih dioničkih indeksa



Izvori: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomska i financijska istraživanja

Zrinka Živković Matijević, direktorica; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr
 Elizabeta Sabolek Resanović, ekonomski analitičar; tel.: 01/46 95 099, e-adresa: elizabeta.sabolek-resanovic@rba.hr
 Marko Barbić, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 427, e-adresa: marko.barbic@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 – 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 19. lipnja 2020.

Publikacija odobrena od strane urednika: 25. lipnja 2020. u 8:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 25. lipnja 2020. u 11:00 sati

ISSN 1332-9391



Izjava o odricanju odgovornosti

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

Ekonomski i financijski istraživanja su organizacijska jedinica 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 prihvataju 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.