



RBAalyze

Tržište stambenih prostora



Sadržaj

I. UVOD

II. ČIMBENICI POTRAŽNJE ZA STAMBENIM NEKRETNINAMA

1. Demografija
2. Stanje i perspektive u gospodarstvu
 - 2.1. Trendovi u građevinarstvu
3. Ponuda stambenih kredita i kamatne stope
4. Politike Vlade

III. PONUDA I POTRAŽNJA ZA STAMBENIM PROSTOROM

IV. SCENARIJI PROCJENE BUDUĆIH KRETANJA NA TRŽIŠTU STAMBENIH NEKRETNINA

Stanovanje zadovoljava jednu od osnovnih ljudskih potreba – potrebu za opstankom, fizičkom zaštitom i sigurnošću.

Kvalitetno stanovanje je uvjet za kvalitetan život!

Hrvatska spada u zemlje s izrazito negativnim demografskim trendovima

I. UVOD

Od našeg posljednjeg analitičkog osvrta na tržište nekretnina (s kraja 2013. godine) u kojem su predstavljena tri scenarija u kretanju cijena stanova u RH, s izvjesnim vremenskim odmakom možemo konstatirati da su se upravo najvećim dijelom ostvarila predviđanja iz tzv. realističnog scenarija. Isti je predmijevao umjereni negativne demografske pokazatelje (uz odljev radno sposobnog stanovništva), zatim umjereni oporezivanje imovine, blagu korekciju kamatnih stopa na stambene kredite prema nižim razinama (uz blaže uvjete odobravanja bankovnih kredita), ali i povećanje životnog standarda te dugoročno smanjenje nezaposlenosti.

U ovoj analizi dajemo ažurirani prikaz pokazatelja koji ujedno predstavljaju i najznačajnije čimbenike u kretanju potražnje za stambenim nekretninama, a to su: demografski trendovi, pregled najznačajnijih makroekonomskih pokazatelja (stanje i perspektive u gospodarstvu), ponuda stambenih kredita i kretanje kamatnih stopa te politike Vlade.

U nastavku dajemo osrt na ponudu i potražnju za stambenim prostorom te napisljeku, na temelju dostupnih pokazatelja proizšla su tri scenarija u kojima predviđamo kretanja na hrvatskom tržištu stambenih nekretnina u razdoblju do 2025. godine.

II. ČIMBENICI POTRAŽNJE ZA STAMBENIM NEKRETNINAMA

1. DEMOGRAFIJA

Još od početka 90-ih godina prošlog stoljeća demografsku sliku Hrvatske obilježava neprekidna depopulacija uzrokovanu kontinuirano negativnim prirodnim prirastom¹ uz sve izraženije negativne migracijske trendove. Pad broja stanovnika prati i izrazita dobna neravnoteža sa sve većim udjelom starije populacije.

Posljednji službeni podaci pokazuju da je u 2015. godini prirodni prirast iznosio negativnih 16.702 čime je zabilježio rekordni pad u razdoblju od osamostaljenja Hrvatske. Naime, u istoj promatranoj godini broj umrlih porastao je za 6,6% godišnje dok se istovremeno broj rođenih smanjio za 5,2% na godišnjoj razini.

Važno je pritom istaknuti da pozitivni prirodni prirast stanovništva dugoročno može dovesti do poželjnih učinaka na krivulju potražnje za stambenim nekretninama, dok s druge strane negativni demografski trendovi povećavaju rizik pada potražnje za stambenim jedinicama. Posljedično, smanjena potražnja implicira i korekciju cijena stambenih nekretnina i/ili smanjenje obujma gradnje stambenih objekata. Potonje potkrepljuje i činjenica da je u razdoblju od 2000. - 2008. godine, kada je zabilježen i porast potražnje za nekretninama, Hrvatska

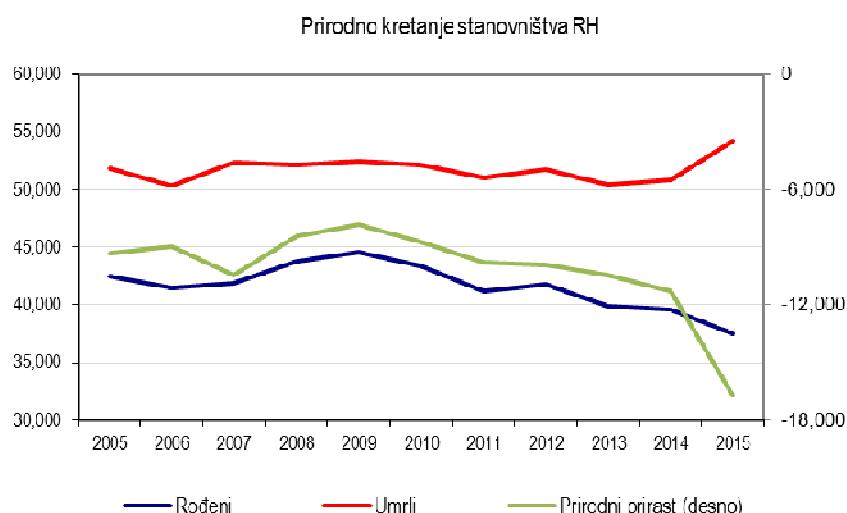
¹ Prirodni prirast je razlika između broja ukupno umrlih i ukupno rođenih stanovnika.

Negativni demografski trendovi povećavaju rizik pada potražnje za stambenim jedinicama

Od 2009. godine Hrvatska bilježi negativan migracijski saldo

bilježila pozitivan migracijski saldo². Međutim, od 2009. godine Hrvatska ostvaruje negativan migracijski saldo s naglaskom na intenziviranje broja odseljenih u inozemstvo (prema posljednjim dostupnim podacima za 2015. godinu njihov broj je dosegnuo rekordnih 29.651 zabilježivši snažan godišnji rast od preko 42%). Zbog stanovništva koje je stradalo u ratu s jedne strane, te zbog pojačane emigracije s druge strane, izostao je pozitivan učinak imigracijskog vala u Hrvatskoj (prije svega iz BiH). Posljednji podaci pokazuju da je u prošloj godini iz inozemstva ukupno doselilo 11.706 osoba (godišnji rast od 10%). Navedeno je rezultiralo negativnim migracijskim saldom koji se u 2015. godini produbio na rekordnih -17.945 zabilježivši značajno pogoršanje na godišnjoj razini od 76%.

Pored navedenog, dugotrajna recesija te intenziviran odjek radne snage nakon ulaska Hrvatske u EU dodatno su pogoršali trendove migracijskog salda. Dinamiziranje ekonomске migracije potvrđuju i posljednji podaci HZZ-a: zbog zapošljavanja u inozemstvu u prošloj je godini iz evidencije nezaposlenih izišlo gotovo 20% više osoba nego u 2014.



Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

Važno je istaknuti da posljednji podaci DZS-a prema dobnoj strukturi odseljenih u inozemstvo ukazuju da je iseljavanje najzastupljenije u populaciji staroj od 20-45 godina, koja je ujedno i radno najaktivnija te čini gotovo 50% ukupnih vanjskih migracija. Posljedično, ovakvi trendovi negativno se odražavaju na potražnju za stambenim objektima, obzirom da upravo iz populacije te dobne skupine proizlazi i najveći udio potražnje za stambenim nekretninama.

Pored navedenog, u Hrvatskoj je zamjetan i trend ubrzanog starenja stanovništva. Naime, posljednji podaci iz službenog popisa stanovništva

² Migracijski saldo je razlika između ukupno doseljenog stanovništva i ukupno odseljenog stanovništva na neko područje (u ovom slučaju na teritorij RH). Radi usklađivanja s međunarodnim standardima i pravnom stečevinom EU podaci statistike vanjske migracije od 2011. obrađuju se prema novoj metodologiji (doseljenima iz inozemstva i odseljenima u inozemstvo smatraju se osobe koje su promijenile uobičajenu državu stanovanja na razdoblje koje je, ili se očekuje da će biti, dugo najmanje godinu dana).

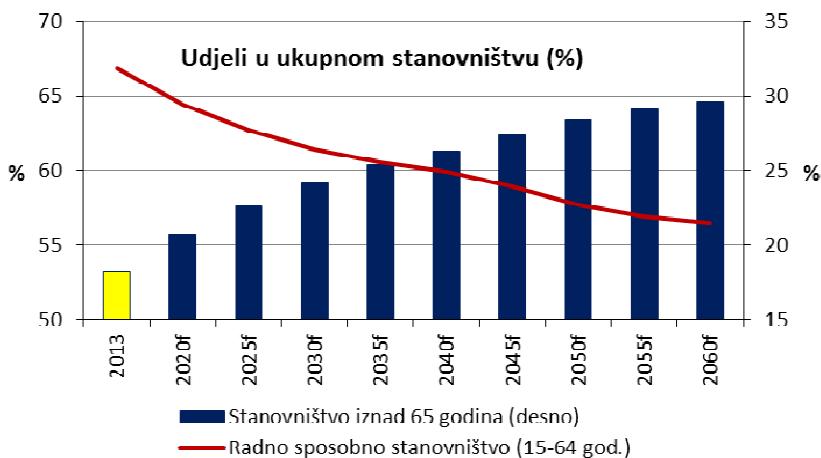
Problem depopulacije i pada udjela radno aktivnog stanovništva

Osjetan trend ubrzanih starenja stanovništva

ukazuju na izrazito nepovoljno kretanje tzv. koeficijenta starosti³ (sa 10,3 u 1953. godini na 24,1 u 2011. godini), što je posljedica dugotrajno niske stopi fertiliteta, ali i povećanog očekivanog trajanja životnog vijeka.

Starenje stanovništva sa sobom donosi smanjenje broja i udjela radno aktivnog stanovništva tj. sve manji priljev mlađih generacija u radnu snagu, što se negativno odražava i na potražnju na stambenom tržištu.

Obzirom da je ista pozitivno korelirana s prirodnim kretanjem stanovništva, smatramo korisnim pružiti kratak uvid i u najnovije demografske projekcije Europske komisije⁴ za razdoblje do 2060. godine. Naime, prema najnovijem *Izješču o starenju*, Hrvatska spada u zemlje s izrazito negativnim demografskim trendovima. Konkretno, u odnosu na baznu 2013. projicirano smanjenje ukupnog stanovništva za 600 tisuća stanovnika dovest će do smanjenja ukupne populacije na razinu od oko 3,7 milijuna stanovnika u 2060. godini. Osim navedene depopulacije, zabrinjavajuća je i projekcija pada udjela mlađog stanovništva u ukupnoj populaciji. Udio najmlađeg stanovništva od 0-14 godina u odnosu na baznu 2013. godinu (14,9%) postupno bi se mogao smanjivati do razine 13,9% u 2060. Značajno veću kontrakciju u projiciranom razdoblju (od čak 6,6pb) EK je projicirala u kretanju najproduktivnije populacije u dobi od 25-54 godine: njihov udio u stanovništvu će se smanjiti sa 41,1% u 2013. na svega 34,5% do 2060. Pokazatelj udjela radno sposobnog stanovništva (u dobi od 15-64 godine) u ukupnoj populaciji također predviđa značajna negativna odstupanja u projekcijskom razdoblju: sa 66,9% u 2013. na 56,5% u 2060. godini.



Izvori: Europska komisija, Raiffeisen istraživanja

Istovremeno, trend osjetnog starenja stanovništva u Hrvatskoj odražava se kroz razmjerno snažne negativne promjene u udjelima starije populacije u ukupnom stanovništvu. Tako će se, prema projekcijama EK, udio stanovnika starijih od 65 godina u ukupnoj populaciji povećati do kraja projekcijskog razdoblja na razinu od 29,6% (11,3 postotnih bodova više u usporedbi s 2013.).

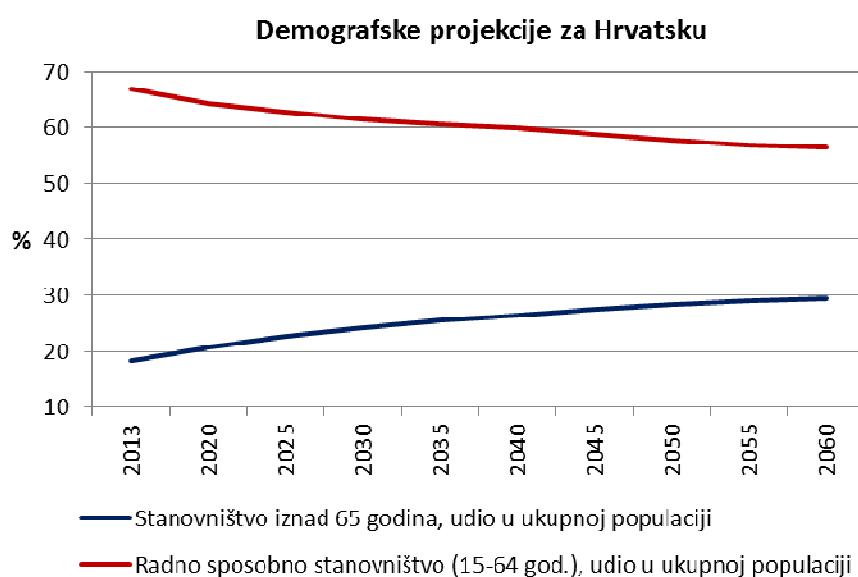
³ Koeficijent starosti pokazuje odnos broja stanovnika starih 60 i više godina prema ukupnom broju stanovnika.

⁴ The 2015 Ageing Report, Economic and budgetary projections for the 28 EU Member States (2013-2060), 3/2015. Navedene projekcije polaze od pretpostavke da će i 2060. vrijediti sva postojeća zakonska rješenja te da će biti održane ili implementirane sve predviđene reforme.

Pad broja stanovnika prati izrazita dobna neravnotežu

Osim produženja životnog vijeka, očekuje se povećanje udjela stanovništva starijeg od 80 godina u ukupnoj populaciji na razinu od 11,1% (6,7pb više nego u 2013.). Štoviše, udio istih u radno sposobnom stanovništvu porast će sa 6,5% u 2013. na 19,6% u 2060. godini. U kontekstu pada radno sposobnog stanovništva u navedenom projekcijskom razdoblju, posebno zabrinjava pokazatelj ovisnosti stanovništva u dobi od 0-15 godina te iznad 64 godine o stanovništvu u dobi između 15-64 godine. Taj ukupni koeficijent ovisnosti porast će sa 50% koliko je iznosio u 2013. na 77% u 2060.

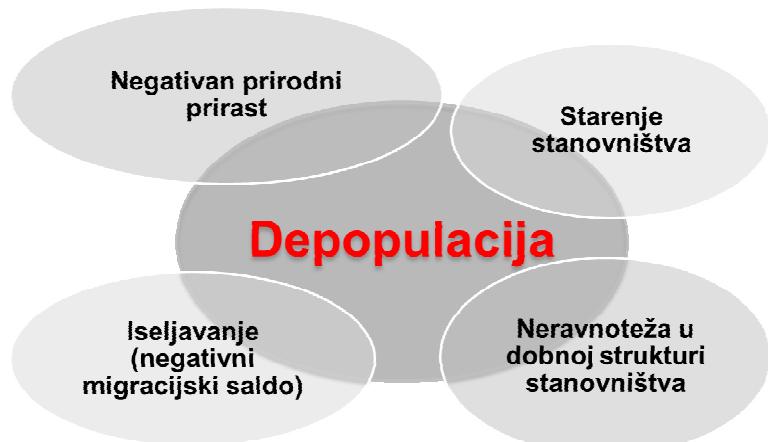
Obzirom da starije stanovništvo u pravilu ne ulaze u kupnju novih nekretnina (tako doprinoseći smanjenju broja potencijalnih kupaca), važno je istaknuti da i ostali nepoželjni demografski trendovi u Hrvatskoj (poput depopulacije, negativnog prirodnog prirasta te negativnog migracijskog salda) nedvojbeno nose negativan rizik na priželjkivani oporavak na tržištu nekretnina.



Izvori: Europska komisija, Raiffeisen istraživanja

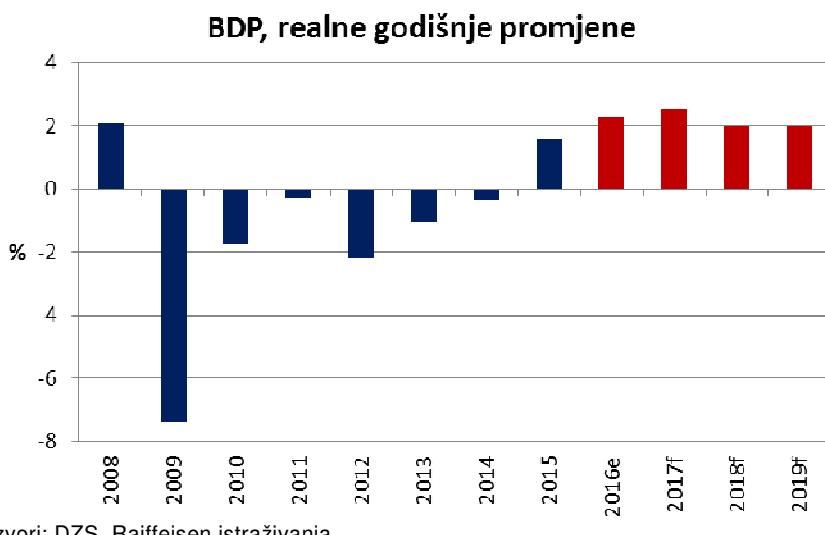
Hrvatska se nalazi u "demografskoj recesiji"

Ukratko, Hrvatska se suočava s mnogim čimbenicima koji negativno utječu na krivulju potražnje za nekretninama.



2. STANJE I PERSPEKTIVE U GOSPODARSTVU

Bruto domaći proizvod



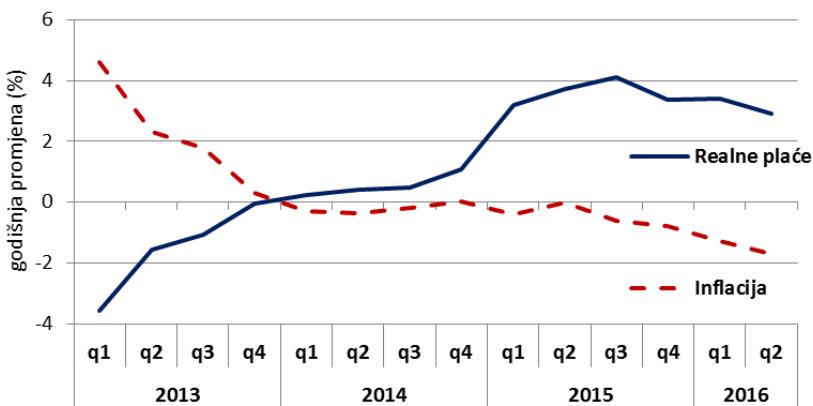
U 2015. prekinut je šestogodišnji niz kontinuiranog pada realnog BDP-a

Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Nakon šest recesijskih godina, 2015. je završila s pozitivnom stopom gospodarskog rasta. Realni BDP je u odnosu na prethodnu godinu porastao za 1,6% prvenstveno potaknut oporavkom glavnih vanjskotrgovinskih partnera te odličnom turističkom sezonom. Rastući po dvoznamenkastoj stopi od 12,1% godišnje, izvoz roba je u 2015. ostvario najveći pozitivan doprinos rastu BDP-a što je uz značajan rast izvoza usluga (6,4%) rezultiralo pozitivnim doprinosom neto-inozemne potražnje. Naposljeku, pozitivan doprinos rastu (1,2pp) došao je i od domaće potražnje, prvenstveno zahvaljujući osobnoj potrošnji koja je (nakon tri uzastopne godine pada) u prošloj godini porasla za realnih 1,2%. Osim zbog rasterećenja osobnog dohotka ostvarenog poreznim izmjenama i izostanka inflatornih pritisaka, to je zasigurno i posljedica produljenja turističke sezone te usporavanja negativnih trendova na tržištu rada. Međutim, pad prosječne stope nezaposlenosti ipak u potpunosti nije odraz strukturnih poboljšanja na tržištu rada koje i dalje obilježava niska zaposlenost, kontinuirani pad radno sposobnog stanovništva te dinamiziranje ekonomske (e)migracije.

Solidni makroekonomski pokazatelji u prvoj polovici 2016. godine ohrabruju očekivanja

Realne neto plaće i inflacija

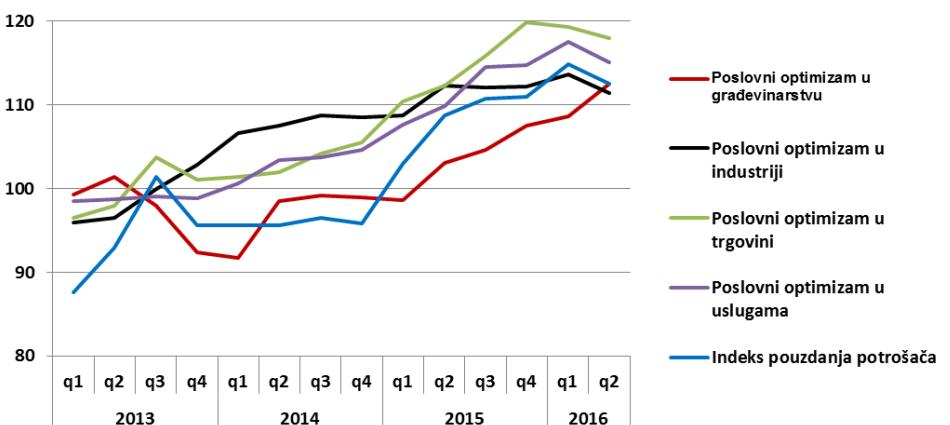


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Visoka uvozna ovisnost domaćeg gospodarstva

Pozitivna kretanja nastavila su se i u 2016. godini. Tako je u prvoj polovici godine očekivano ostvaren pozitivan doprinos domaće potražnje dok je doprinos neto inozemne potražnje bio negativan. Naime unatoč činjenici da je pojedinačno gledano izvoz roba i usluga ostvario najveći pozitivan doprinos povećanju obujma BDP-a, činjenica je da razmjerno snažan uvoz neutralizira pozitivne učinke rastućeg izvoza. Navedeno je posljedica visoke uvozne ovisnosti domaćeg gospodarstva pa je uobičajeno da je oporavak izvoza (osobito usluga) i osobne potrošnje ujedno popraćen i uvozom roba. Istovremeno, potrošnja kućanstva kao najveća sastavnica BDP-a, nastavlja bilježiti solidne godišnje promjene, podržana blagim rastom zaposlenosti te realnih plaća što je posljedično rezultiralo rasterećenjem osobnog dohotka potrošača. Potonje je nesumnjivo snažno podržano i odličnim rezultatima u turizmu te nastavkom pada prosječnih cijena potrošačkih dobara.

Naposljetu, osobito ohrabruje nastavak rasta bruto investicija u fiksni kapital (podsjetimo, ova je sastavnica u razdoblju 2008.-2014. godine izgubila preko 30 posto svoje realne vrijednosti). Na rast investicijske aktivnosti upućivali su podaci iz realnog sektora te naznake bolje iskoristivosti sredstava iz EU fondova, a potvrdu su donijele i prve procjene sastavnica bruto dodane vrijednosti. Tako je uz pojedinačno najveći doprinos koji je ostvaren u djelatnosti prerađivačke industrije zabilježen i rast BDV-a u građevinarstvu koje je nakon sedam uzastopnih godina pada u prva dva ovogodišnja tromjesečja zabilježilo pozitivne stope godišnjeg rasta. Pored navedenog, doprinos rastućim očekivanjima za ovu godinu dolazi i od visokofrekventnih pokazatelja u prvoj polovici godine koji ukazuju na zaustavljanje negativnih trendova u građevinarstvu, sugerirajući da je građevinski sektor napokon dosegnuo dno, upućujući na stabilizaciju odnosno očekivani pozitivan zaokret u nadolazećem razdoblju.



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Ohrabrena očekivanja ali uz prisutne rizike održivog srednjoročnog oporavka

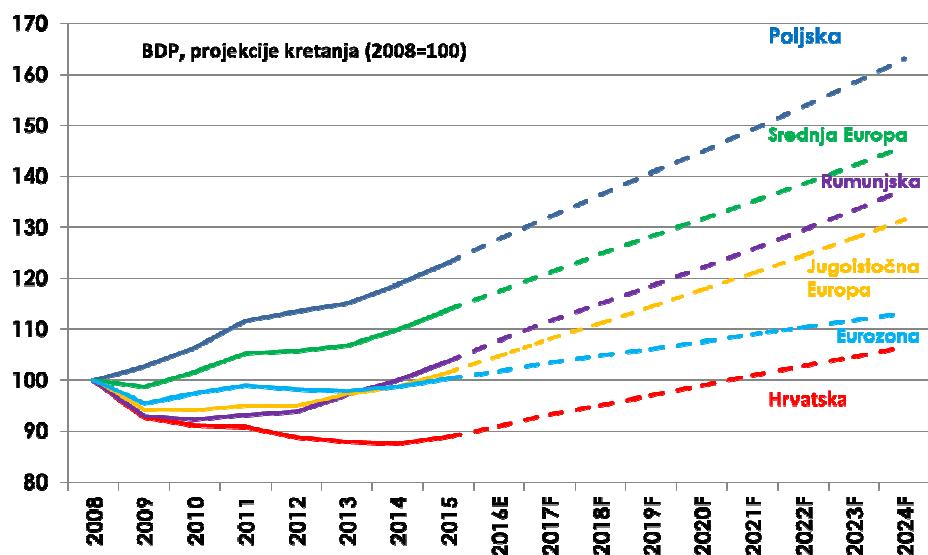
U nastavku godine očekujemo potvrdu rasta gospodarstva, predvođenu osobnom potrošnjom i investicijama dok bi pozitivan doprinos inozemne potražnje mogao biti umanjen nastavkom rasta uvoza. Stoga bi, prema našim projekcijama, realan rast BDP-a u 2016. godini mogao ubrzati na 2,3%. Podrška rastu dolazit će i od povoljnog okruženja visoke likvidnosti (dodatno potaknute novim mjerama središnje banke kroz uvođenje strukturnih dugoročnih operacija) te uz očekivano zadržavanje povoljnih trendova u inozemnoj potražnji. Važno je pritom naglasiti da preveliko oslanjanje na turizam (čiji je udio u gospodarstvu prema prihodima dosegnuo gotovo 20%

Niske potencijalne stope gospodarskog rasta

Uz niski potencijal
realno tek u 2021. godini
dolazimo na razinu iz 2008.

BDP-a) u uvjetima razmjerno visokih negativnih geopolitičkih čimbenika može imati i popriličan negativan utjecaj.

S druge strane, ostaje činjenica da su pozitivna makroekonomska kretanja u proteklo vrijeme uvelike bila zasjenjena političkim neizvjesnostima koje su rezultirale padom Vlade i raspisivanjem prijevremenih izbora. Unatoč kratkoročno pozitivnom utjecaju na proces fiskalne konsolidacije, negativni rizici koji bi proizlazili iz dugotrajne političke nestabilnosti mogu ugroziti održivost gospodarskog rasta. Dakle, osim vanjskih geopolitičkih rizika, rizik diskontinuiteta vladajućih političkih struktura može odgoditi i/ili usporiti strukturne reforme ugrožavajući gospodarski rast i razvoj. U kontekstu usporedbe sa zemljama u okruženju, postavlja se pitanje jesu li projicirane stope gospodarskog rasta za Hrvatsku dovoljne budući da uz niski potencijal realno tek u 2021. dolazimo na razinu iz 2008. Stoga je, uz visoku zaduženost i slabu investicijsku klimu održivost rasta u srednjem roku dominantno povezana sa smanjivanjem prisutnih strukturnih slabosti (poput niske stope zaposlenosti). Ipak treba napomenuti da se za razliku od pretkriznog razdoblja trenutni rast odvija uz istovremeno razduživanje svih sektora.



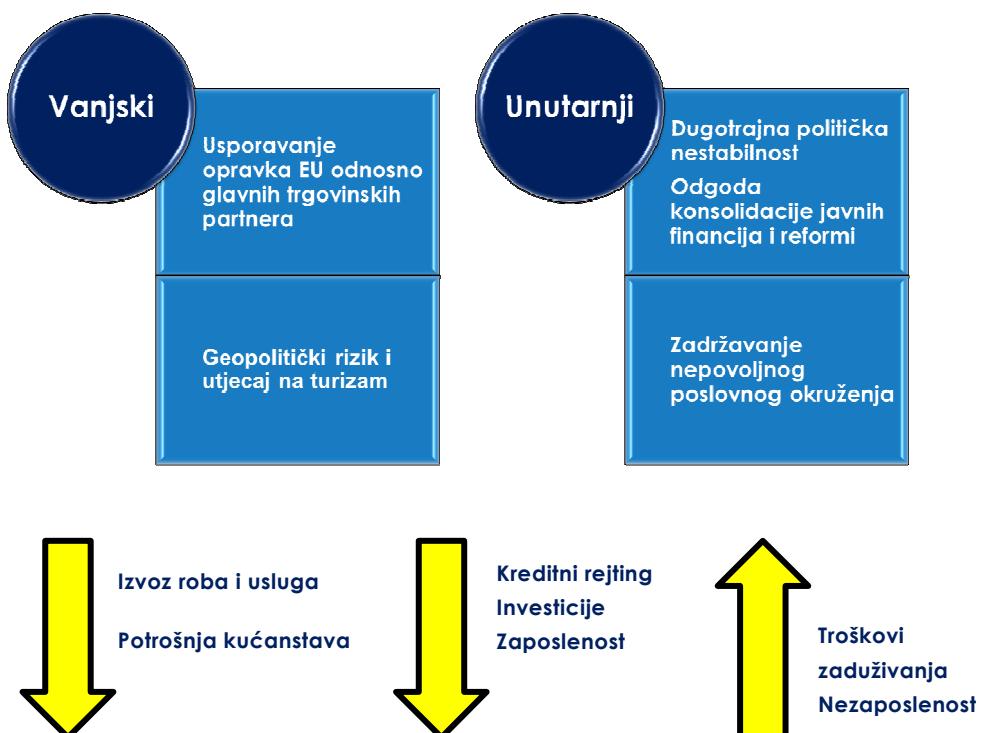
Izvori: Raiffeisen RESEARCH/RBI, Raiffeisen istraživanja

Također, u svom posljednjem izvješću o Hrvatskoj⁵ Europska komisija u narednom razdoblju predviđa razmjerno niske stope potencijalnog rasta BDP-a što temelji na posljedicama iznimno duge recesije te prisutnosti snažnih makroekonomskih neravnoteža, uslijed kojih se Hrvatska i nalazi u tzv. MIP postupku (Macroeconomic Imbalance Procedure). Stoga je pred nama izazovno razdoblje povećanja niskog potencijalnog rasta BDP-a koji u protivnom otežava proces konvergencije te usporava ritam uklanjanja makroekonomskih neravnoteža. Zato u srednjoročnom razdoblju očekujemo izvore rasta na strani izvoza roba i usluga te u segmentu investicija, čim bi prethodila ulaganja i temeljite strukturne reforme na tržištu rada i posebno tržištu proizvoda (u cilju poticanja više iskorištenosti radne snage odnosno rasta produktivnosti). Utoliko uz postojeće prepreke, rizike i potencijale – nužnost reformi ostaje u fokusu.

⁵ Country Report Croatia 2016, Including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, March 3, 2016

U tom kontekstu fiskalna konsolidacija temeljena na smanjenju i promjeni strukture javnih rashoda predstavlja nezaobilazno područje djelovanja. Uz aktivaciju imovine u državnom vlasništvu te uz mjere poticanja gospodarskog oporavka, primjerene strukturne mjere trebaju zahvatiti sustav pravosuđa, zdravstveni, mirovinski i obrazovni sustav te racionalizaciju sustava javne uprave uz očuvanje stabilnosti finansijskog sustava.

Prisutni rizici srednjoročnog oporavka



Raspoloživi dohodak i trendovi na tržištu rada

Poboljšanje pokazatelja na tržištu rada te rast realnih plaća nisu uspjeli značajnije potaknuti oporavak tržišta stambenih nekretnina

Potrošački pesimizam uzrokovan ponajprije šestogodišnjom recesijom koja se negativno odrazila na hrvatsko tržište rada, naposljetku je kulminirao suočavanjem s negativnim posljedicama kamatnog i valutnog rizika kojeg su iskusili dužnici po stambenim kreditima vezanima uz CHF. Rastuća averzija prema riziku dala je negativan obol pri odlučivanjima o ulaganju u kupnju nekretnine koja u pravilu zahtjeva dugoročno zaduživanje.

S druge strane, izlazak iz recesije pozitivno se odrazio na tržište rada što je rezultiralo poboljšanjima pokazatelja (ne)zaposlenosti tijekom posljednje dvije godine. Registrirana prosječna stopa nezaposlenosti u prošloj godini spustila se na 17%, a pozitivan trend nastavio se i u 2016. Međutim, osim pozitivnih (sezonalnih) učinaka koje je polučila rekordna turistička sezona, poboljšanja u zaposlenosti odnosno smanjenje stopa nezaposlenosti nisu isključivo odraz strukturnih poboljšanja. Hrvatska se tako suočava s kontinuiranim padom radno sposobnog stanovništva koje se prema posljednjim podacima DZS-a spustilo na povijesno najnižu razinu. Stoga se može zaključiti da su trenutni pozitivni pomaci na hrvatskom tržištu rada relativno veća posljedica pada broja

Stopa zaposlenosti u Hrvatskoj među najnižima u Europskoj uniji

nezaposlenih negoli rasta zapošljavanja (te su dodatno obilježeni snažnim rastom ekonomske migracije tj. zapošljavanja u inozemstvu). No u kontekstu očekivanog gospodarskog oporavka i u narednom razdoblju predviđamo nastavak pozitivnih trenova u kretanju (ne)zaposlenosti, no intenzitet strukturnih poboljšanja ovisit će prvenstveno o oporavku realnog sektora, što je ujedno i preduvjet zaustavljanja ekonomsko-migracijskog odljeva radno aktivnog stanovništva prema inozemstvu.



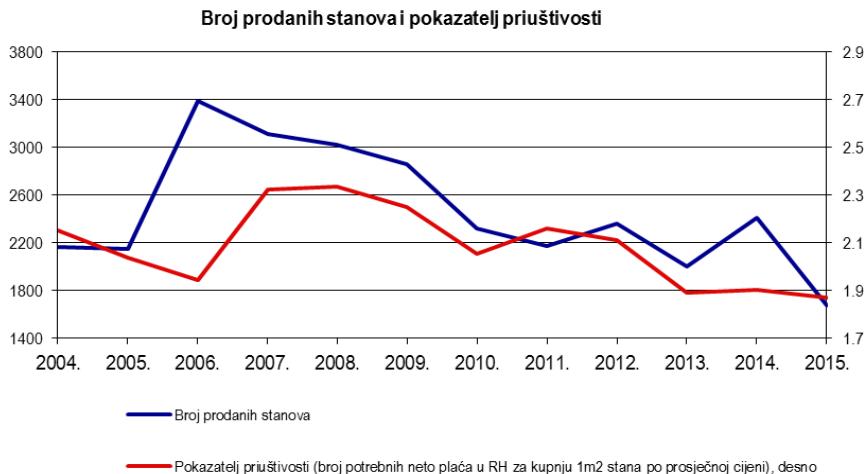
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

U uvjetima negativnih stopa inflacije koje su prisutne i treću godinu zaredom (a primarno su posljedica uvezenih deflacijskih pritisaka zbog pada cijena energenata na svjetskim robnim tržištima), očekujemo nastavak rasta prosječnih realnih plaća, a time i većeg raspoloživog dohotka kućanstava. U odnosu na prošlu godinu kada su zamjetnije stope godišnjeg rasta zabilježene kod realnih neto plaća (podržanih izmjenama u oporezivanju dohotka), u ovoj godini će učinak tih poreznih izmjena iščeznuti, no realni rast prosječnih plaća će se nastaviti, stvarajući učinak poreznog rasterećenja.

Pritom treba naglasiti kako je tijekom protekle dvije godine, uslijed rasta raspoloživog dohotka i poboljšanja na tržištu rada, te u konačnici nakon primijenjene CHF konverzije, poboljšana agregatna ocjena financijske dostupnosti stambenih nekretnina stanovništva.

Promotrimo, dakle, kako se kreće **pokazatelj priuštivosti nekretnina** koji pokazuje u kojoj mjeri je kupnja nekretnine financijski ostvariva i moguća (kvantificira financijsku sposobnost pojedinca da kupi nekretninu po određenoj cijeni). Ovaj pokazatelj, naime, predstavlja omjer između visine dohotka i prosječne cijene željene nekretnine. Stoga isti možemo promatrati od razine vrlo niske priuštivosti (situacija u kojoj je potreban veći udio dohotka za kupnju jednog četvornog metra nekretnine) do razine vrlo visoke priuštivosti (situacija u kojoj je potreban manji udio dohotka za kupnju jednog četvornog metra nekretnine). Obzirom na nedostupnost podataka o raspoloživom dohotku, u izračunu stupnja priuštivosti koristili smo prosječnu neto plaću po zaposleniku. U posljednje tri godine pokazatelj priuštivosti nekretnina spustio se ispod razine 2,0 odražavajući razmjerno veći nominalni rast prosječnih neto plaća u odnosu na relativne godišnje promjene u prosječnoj cijeni prodanih novih stanova. Tako se u 2015. godini pokazatelj priuštivosti spustio na razinu 1,87 ukazujući da je potreban manji udio dohotka za kupnju 1m² nekretnine u odnosu na godinu ranije.

Poboljšan pokazatelj priuštivosti

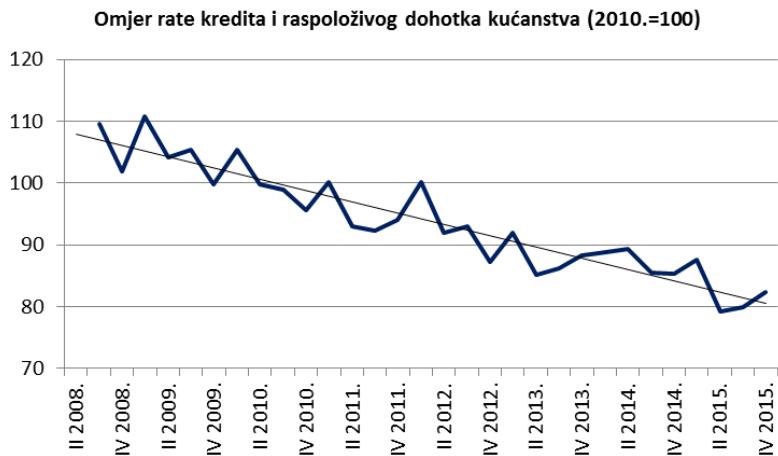


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Poboljšanje pokazatelja finansijske dostupnosti stambenih nekretnina očekujemo i u 2016. godini

U konačnici, unatoč povećanoj finansijskoj priuštivosti nekretnina (mjerenoj odnosom varijabli prosječne neto plaće i prosječne cijene prodanih novih stanova), ukupan broj prodanih stanova nastavio je s padom. Iz navedenog proizlazi da je odluka o kupnji nekretnina daleko kompleksnije korelirana i s nizom drugih varijabli. Primjerice, prema podacima HNB-a (na osnovu odgovora iz Ankete o pouzdanju potrošača) razvidno je da se investicijska aktivnost kućanstava glede planiranja kupnje ili gradnje stambenih nekretnina kontinuirano smanjivala tijekom 2015., a istovjetan trend je nastavljen i početkom 2016. Usprkos pozitivnim trendovima na tržištu rada, kućanstva se i dalje suzdržavaju od dugoročnih ulaganja u nekretnine. CHF konverzija dodatno je intenzivirala razduživanje u nekretninskom sektoru, stvarajući povoljan finansijski učinak na servisiranje obveza po kreditima. Osim toga, u poglavljiju 3 razmatramo dinamiku kretanja kamatnih stopa na stvarne nove stambene kredite koja je također povoljno djelovala na finansijsku dostupnost nekretnina. Naposljetku, višegodišnji pad cijena nekretnina iste je učinio finansijski dostupnijima u usporedbi s predkriznim razdobljem.

Na poboljšani koeficijent priuštivosti upućuju i podaci HNB-a o omjeru rate kredita i raspoloživog dohotka kućanstva. Iz grafičkog prikaza vidljiv je trend pada ovog pokazatelja što znači da je za servisiranje duga po rati stambenog kredita potreban razmjerno manji udio raspoloživog dohotka stanovništva.



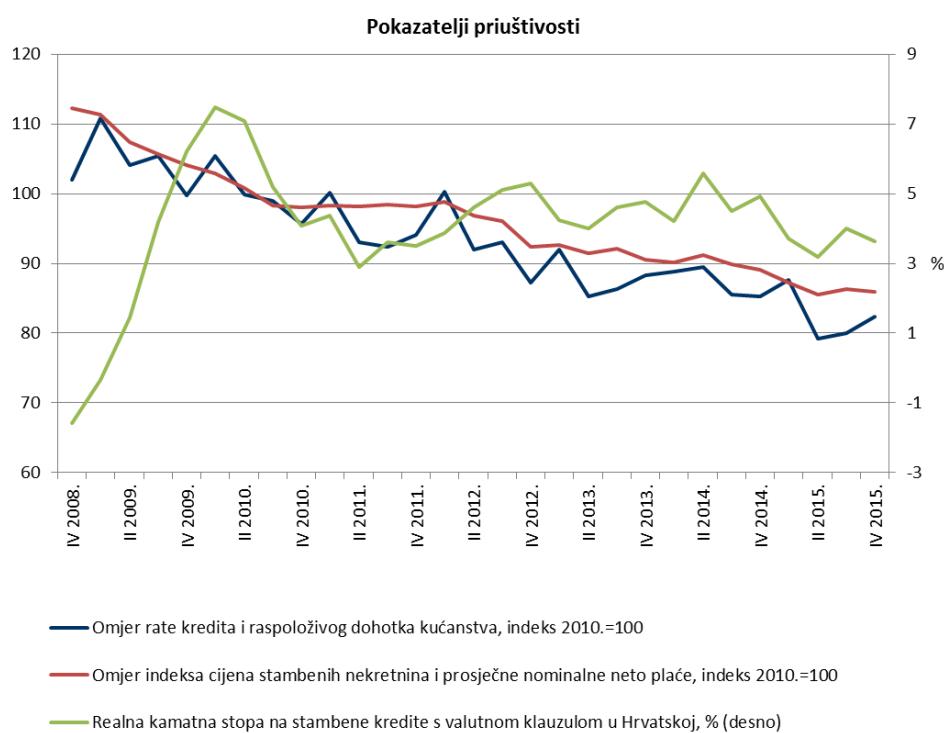
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Unatoč povećanju finansijske dostupnosti stambenih nekretnina izostalo je dinamiziranje potražnje za nekretninama

No unatoč svemu navedenom, još uvijek se nije dogodilo priželjkivano dinamiziranje potražnje za stambenim nekretninama, što je velikim dijelom posljedica dugotrajnog razdoblja recesije i suočavanja s posljedicama kamatnih i valutnih šokova što je u konačnici rezultiralo potrošačkim pesimizmom i rastućom averzijom prema riziku.

Stoga će neizvjesnost u pogledu dugoročne održivosti gospodarskog rasta temeljenog na oporavku **realnog sektora** i dalje ostati glavna varijabla koja će determinirati stupanj suzdržanosti (opreza) kod dugoročnog ulaganja u kupnju nekretnine.

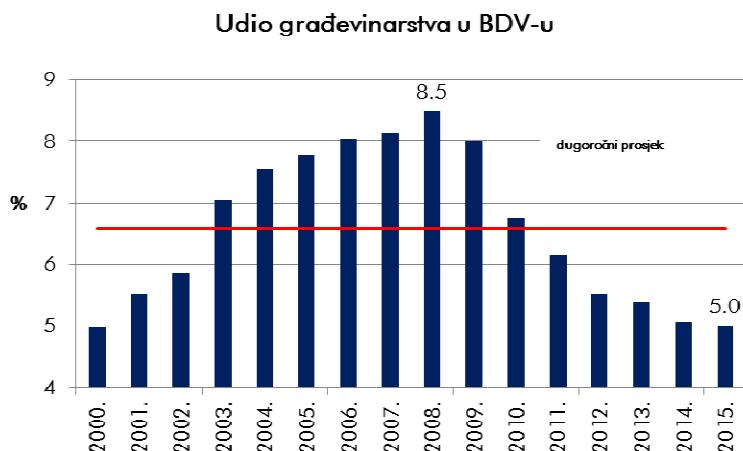
Poboljšanje pokazatelja finansijske dostupnosti stambenih nekretnina očekujemo i u ovoj godini, ponajprije zbog očekivanog gospodarskog rasta, rasta zaposlenosti, a time i većeg dohotka kućanstava. No snažnije dinamiziranje potražnje na nekretninskom tržištu ipak nije izgledno u kratkom roku obzirom na još uvijek nisko povjerenje potrošača te prisutnu visoku averziju prema riziku. Drugim riječima, oporavak nekretninskog sektora usko je i primarno vezan za oporavak realnog sektora u gospodarstvu koji je u izravnoj vezi sa stupnjem optimizma potrošača u srednjem odnosno dugom roku.



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

2.1. TRENOVI U GRAĐEVINARSTVU

Uzlet građevinskog sektora u razdoblju 2000.-2008.



Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

Sedam uzastopnih godina kontrakcije građevinske aktivnosti u razdoblju 2008.-2015.

Trenutačno stanje na tržištu nekretnina usko je povezano s negativnim kretanjima koja su tijekom dugogodišnje recesije ponajviše pogodila upravo građevinski sektor. Tijekom posljednja dva desetljeća ovaj je sektor prošao kroz nekoliko značajnijih faza koje su dale snažan doprinos kretanju cijelokupnog gospodarstva. U razdoblju od 2000.-2008. godine građevinski sektor doživio je pravi «boom» prvenstveno zahvaljujući velikim infrastrukturnim ulaganjima, ali i izgradnji stambenih nekretnina. U tom razdoblju zabilježen je snažan rast građevinske aktivnosti te je posljedično udio građevinarstva u BDV-u porastao na 8,5% u 2008. godini. Pozitivni učinci odrazili su se i kroz snažni rast broja zaposlenih u građevinskom sektoru (u razdoblju od 2001.-2008. njihov broj je povećan za preko 40 tisuća odnosno 61%). No nakon „zlatnog doba“ hrvatskog građevinarstva uslijedilo je njegovo sedmogodišnje razdoblje recesije u kojem je ovaj sektor zabilježio značajan pad aktivnosti. S najvećim negativnim doprinosom na pad ukupnog BDV-a u razdoblju od 2008.-2015. godine, BDV građevinskog sektora zabilježio je snažan pad od preko 45%. U istom promatranom razdoblju značajno je smanjen i broj izdanih odobrenja za građenje (48,5%) dok je predviđena vrijednost radova pala za 49,6%. Posljedično je došlo i do snažnog odljeva zaposlenih iz građevinskog sektora koji je u razdoblju od 2009.-2015. pretrpio pad broja zaposlenih za preko 30%.

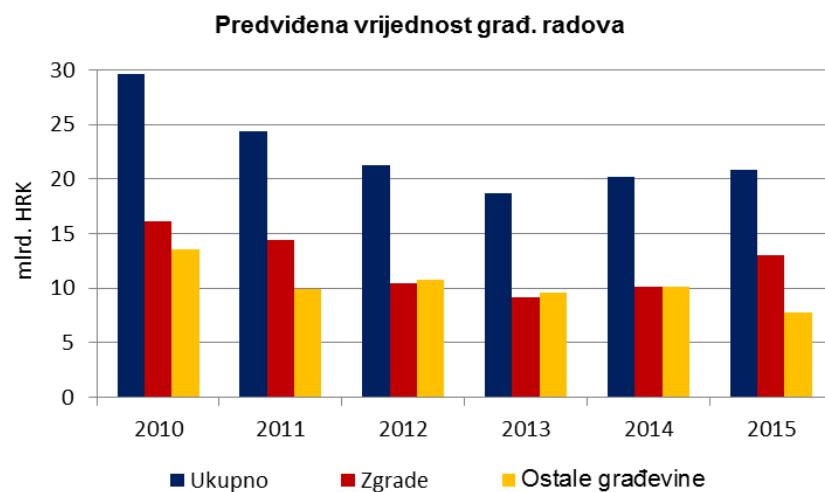
Zaustavljanje negativnih trendova početkom 2016.



Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

Međutim, visokofrekventni pokazatelji od početka ove godine ipak ukazuju na zaustavljanje negativnih trendova. Tako je u prvom i drugom ovogodišnjem tromjesečju zamijećen oporavak BDV-a u djelatnosti građevinarstva koje je zabilježilo pozitivne stope realnog godišnjeg rasta. Također, u prvoj polovici 2016. obujam građevinskih radova je porastao po godišnjoj stopi od 4,1% (prvenstveno zahvaljujući radovima na izgradnji zgrada gdje je zabilježen godišnji rast od 10,2%). U prvih sedam mjeseci ove godine porastao je i broj izdanih građevinskih dozvola i to po dvoznamenkastoj godišnjoj stopi od gotovo 22%, no istovremeno je predviđena vrijednost radova za koje su dozvole izdane niža za 9,8% u odnosu na isto razdoblje lani.

Iako mješoviti pokazatelji ne ostavljaju naročiti prostor za optimizam u pogledu značajnijih pozitivnih pomaka, ipak u ovoj godini očekujemo stabilizaciju na niskim razinama.



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

3. PONUDA STAMBENIH KREDITA I KAMATNE STOPE

Iscrpljujuće dugotrajno razdoblje recesije između ostalog, rezultiralo je i zamjetnom kreditnom kontrakcijom koja se očitovala kroz godišnji pad ukupnih kredita koji (s nekoliko sporadičnih prekida) datira od studenog 2012. godine. Oslabljena potražnja za kreditima (posebno u segmentu dugoročnog zaduživanja) posebice se odrazila u sektorima stanovništva i poduzeća koji su zabilježili snažan trend razduživanja prema domaćim bankama.

**Pad kreditne aktivnosti
– posljedica
visoke zaduženosti i
dugotrajne recesije**



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Osim dugogodišnje recesije koja je urušila hrvatsko tržište rada, naposljetu je pojačana averzija prema riziku dodatno proizišla iz negativnih učinaka vezanih uz odobrene kredite s valutnom klauzulom uz švicarski franak. Bez obzira na upitnu pravnu osnovanost nametnute (prisilne) konverzije kredita vezanih uz CHF⁶, cilj iste bio je izjednačavanje položaja dužnika u CHF s dužnicima koji imaju kredite vezane za euro. Tehnički složen postupak CHF konverzije započet u rujnu prošle godine protegnuo se i u prvo tromjeseče 2016., a preljevanje cijelokupnog troška konverzije na banke u konačnici je doveo do gubitaka u poslovanju banaka za 2015. godinu. S druge strane, otpis dijela potraživanja imao je pozitivan utjecaj na smanjenje portfelja neprihodujućih kredita čiji se omjer smanjio sa 17,1% krajem rujna 2015. godine na 16,1% u prvom tromjesečju 2016. Osim toga, smanjenje potraživanja banaka od klijenata uz zadržavanje vrijednosti kolateralna na istoj razini, doveo je do povećanja pokrića kolateralom, ponajprije na hipotekarnim kreditima.

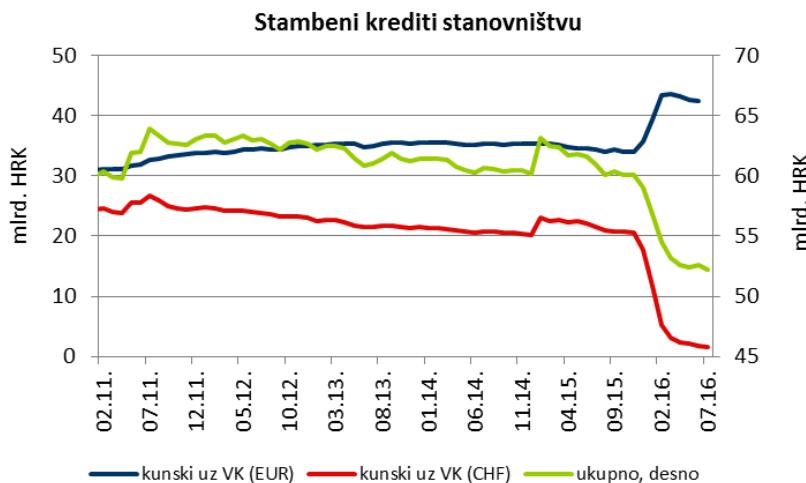
U konačnici, učinak CHF konverzije dodatno je osnažio iskazani trend razduživanja sektora stanovništva⁷ i to ponajprije kroz pad stambenih kredita (koji čine najveći udio u ukupnim kreditima stanovništvu). Provođenje CHF konverzije rezultiralo je i značajnom promjenom valutne strukture stambenih kredita koja se od konca prošle godine bitno izmjenila u korist kredita iskazanih u eurima. Na ukupni iznos duga u 2016. povoljno se nadovezala i aprecijacija

⁶ Za detaljnije informacije o prisilnoj CHF konverziji pogledati Temu broja u RBAnalizama br. 59 (listopad, 2015.)

⁷ Prema podacima HNB-a, valutna transformacija glavnice kredita smanjila je ukupni dug kućanstava do kraja ožujka 2016. u iznosu od gotovo 6 mld. kuna.

Unatoč ublažavanju kreditnih uvjeta, potražnja za kreditima i dalje je potisnuta

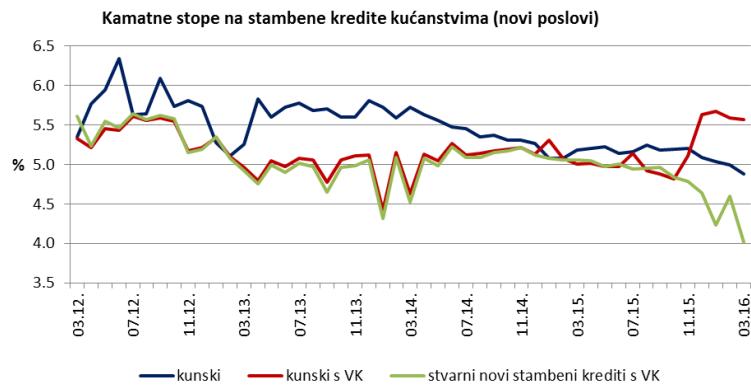
kune u odnosu na euro i švicarski franak, obzirom da u valutnoj strukturi kredita stanovništvu dominiraju devizni krediti⁸. Premda je u prvoj polovici prošle godine naizgled zaustavljen trend godišnjeg pada ukupnih kredita stanovništvu (potpomognut tečajnim promjenama i to prvenstveno jačanjem švicarskog franka), pad kredita stanovništvu se nastavio i to ponajprije u segmentu stambenih kredita.



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Osim promjene u valutnoj strukturi stambenih kredita stanovništvu, prilikom CHF konverzije inicijalno ugovorene kamatne stope CHF kredita konvertirane su u ekvivalentne kamatne stope na eurske kredite, što je polučilo još jedan značajan učinak. Osim toga, u zadnjem tromjesečju 2015. te posebice tijekom prvog tromjesečja ove godine zamjetan je rast u statistici iznosa novoodobrenih (posebice stambenih) kredita kućanstvima. Premda je iz grafičkog prikaza (ispod) jasno vidljiva tendencija pada kamatnih stopa na kunske stambene kredite, posljedično je statistički došlo i do porasta kamatnih stopa na novoodobrene kredite s valutnom klauzulom upravo u razdoblju tijekom postupka CHF konverzije (što analitički treba uzeti s oprezom). Drugim riječima, kamatne stope na **stvarne** nove stambene kredite s valutnom klauzulom su u padu.

Trend smanjenja kamatnih stopa nije polučio oporavak kreditne aktivnosti

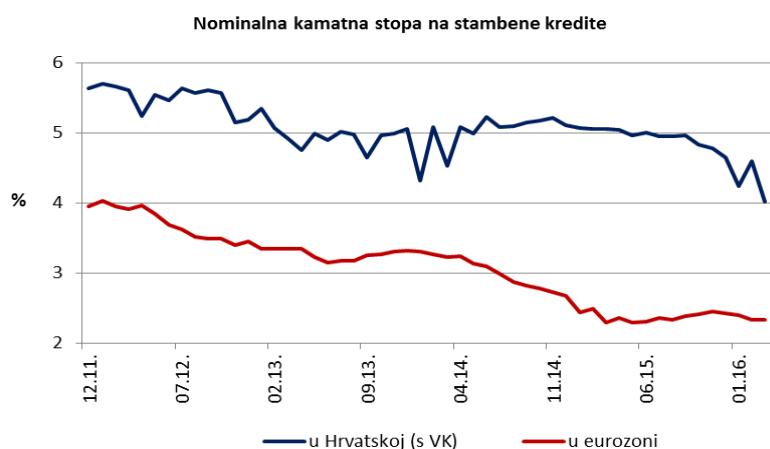


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

⁸ Krajem svibnja udio deviznih kredita u ukupnim kreditima stanovništvu iznosi preko 60%

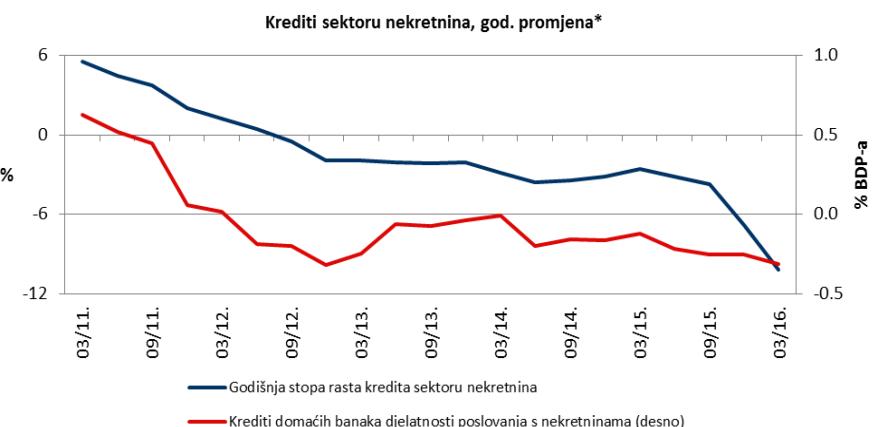
Premda ohrabrujući trend silaznog kretanja kamatnih stopa na nove stvarne stambene kredite ulijeva povjerenje u pogledu daljnog poboljšanja uvjeta kod dugoročnog zaduživanja za kupnju nekretnina, činjenica je da Hrvatska još uvijek značajno zaostaje u tom pogledu u odnosu na zemlje eurozone. Na slici ispod je prikazana permanentna razlika u kamatnim stopama kod stambenog kreditiranja te znatno strmija krivulja pada kamatnih stopa u eurozoni naspram Hrvatske. Uostalom, podsjetimo da razmjerno veći kamatnjak u Hrvatskoj ima izravne veze s kretanjem kreditnog rejtinga zemlje, obzirom da kao takav nosi iznimno visok ponder u samoj strukturi formiranja aktivnih kamatnih stopa. Utoliko je važno da se buduće politike Vlade (o kojima je više opisano u poglavlju koji slijedi) znatno više fokusiraju na održivu fiskalnu konsolidaciju u dugom roku, čime će izravno doprinijeti oživljavanju realnog sektora, a time i tržišta nekretnina.

Zamjetna razlika u kamatnim stopama kod stambenog kreditiranja u Hrvatskoj i eurozoni



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Iako posljednji podaci HNB-a pokazuju da je u 2016. godini zamijećen blagi porast stvarnog novog dugoročnog zaduživanja u sektoru stambenog kreditiranja (nakon što se tijekom cijele prošle godine iznos novoodobrenih kredita smanjivao), činjenica je da se ukupan iznos stambenih kredita i dalje smanjivao na godišnjoj razini. Oslabljena potražnja za kreditima te pojačana osvještenost klijenata na valutni i kamatni rizik stoga i dalje ostaju glavna obilježja trenutnog stanja na tržištu (dugoročnih stambenih) kredita.

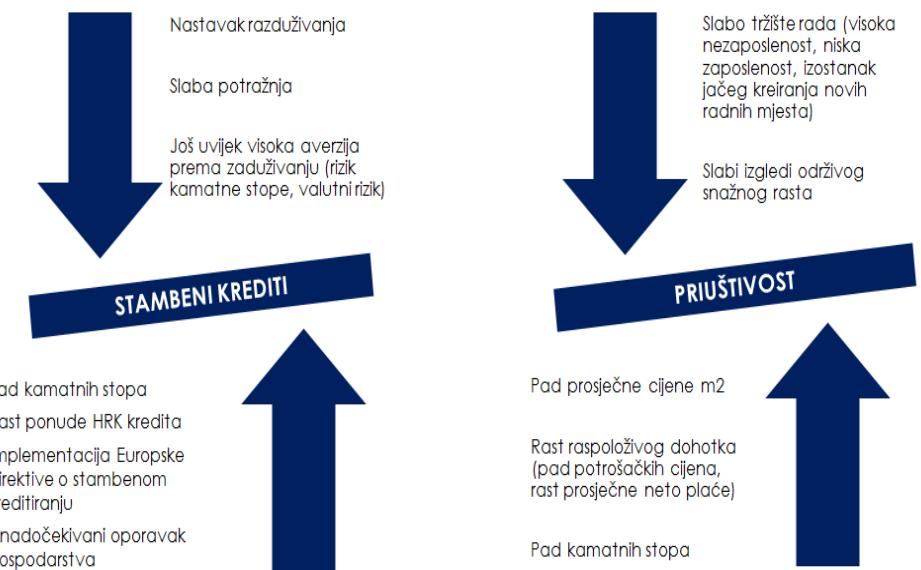


* korigiranih za tečajne promjene

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

**Visoke zalihe na tržištu,
niska likvidnost i
niska potražnja
i dalje su glavna
obilježja tržišta
nekretnina u Hrvatskoj**

U takvim uvjetima, potpora dinamiziranju kreditne aktivnosti stiže i od novih monetarnih mjera HNB-a uvedenih u 2016. godini. Kao odgovor na povećanu potražnju za kreditima u domaćoj valuti, HNB je mjerama strukturnih operacija počeo povećavati srednjoročnu ponudu kunske izvora po konkurentnijim cijenama. Osim toga, od kraja prošle godine većina je banaka dodatno ublažila uvjete odobravanja stambenih i potrošačkih kredita (posebno u pogledu kamatne marže i naknada za odobravanje kredita). Trend ublažavanja uvjeta odobravanja kredita stanovništvu koji je prisutan od konca 2014. zajedno sa zaustavljanjem negativnih trendova na tržištu rada još uvijek nije rezultirao značajnijim zamahom kreditne aktivnosti. Očito je kako su potrebne daleko intenzivnije mjere koje bi zaustavile višegodišnje razduživanje te osigurale stabilan oporavak kreditne aktivnosti. Posljedice stambenih kredita odobrenih u CHF te iscrpljujući proces nametnute konverzije, prema našim očekivanjima, rezultirat će i u narednom razdoblju visokom razinom averzije klijenata prema valutnom riziku. Posljedično bi potražnja za kreditima u domaćoj valuti mogla i dalje rasti čime će se smanjivati izloženost stanovništva prema valutnom riziku. Pozitivan doprinos takvom trendu mogao bi doći i od novog prijedloga Zakona o stambenom kreditiranju Ministarstva financija⁹ koji bi potrošačima omogućio jednokratno pretvaranje stambenih kredita uz valutnu klauzulu u kunske kredite, bez dodatnih troškova. Međutim, bez snažnijeg i dugoročno održivog gospodarskog rasta koji će osigurati stabilne izvore prihoda i tako smanjiti neizvjesnost s kojom se već dugi niz godina stanovništvo suočava, odluke o ulaganju u kupnju nekretnine (koja u pravilu zahtjeva dugoročno zaduživanje) mogле bi ostati potisnute. Zasada tržište nekretnina ostaje i dalje obilježeno razmjerno visokim zalihama postojećih nekretnina na tržištu, uz nisku likvidnost i slabu potražnju.



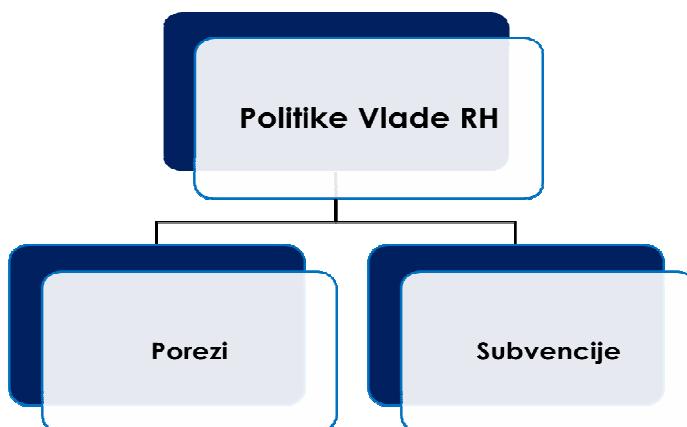
⁹ *Sukladno Europskoj direktivi o stambenom kreditiranju 2014/17/EU*

Važna uloga države u
stvaranju transparentnog
tržišta nekretnina

Cijena stambenog
prostora iz
subvencioniranog
modela ne smije
prelaziti 1.126 eura/m²

4. POLITIKE VLADE

Ciljanim mjerama Vlada može poticati ili obeshrabriti određena kretanja na tržištu stambenih nekretnina. Stoga načelno možemo govoriti o državnim subvencijama (poticajima) i porezima kao glavnim instrumentima djelovanja na smjer kretanja na tržištu nekretnina. Pritom valja naglasiti iznimnu važnost u pogledu transparentnosti kod donošenja novih i izmijene postojećih propisa u cilju dostizanja manjeg odnosno višeg finansijskog opterećivanja nekretnina.



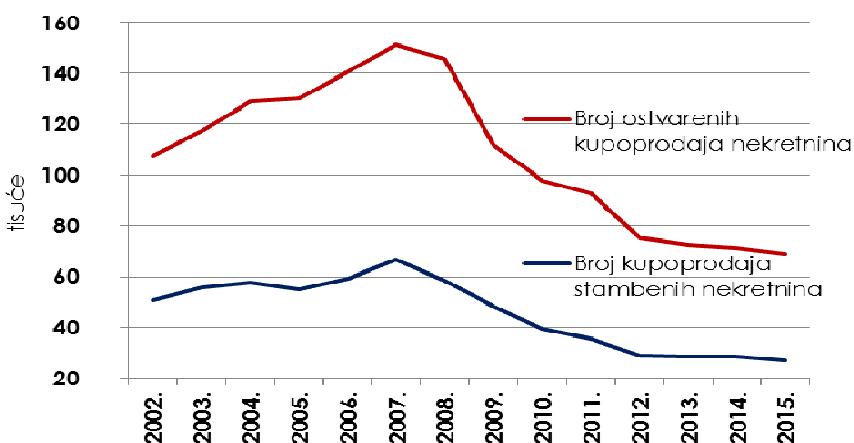
U nastavku dajemo kratki pregled dvaju najznačajnijih oblika državnih poticaja (subvencija) koji se pojavljuju u procesu stjecanja stambenih nekretnina.

Program poticane stanogradnje (POS) pokrenut je s ciljem da se građanima omogući rješavanje stambenog pitanja po uvjetima koji su znatno povoljniji od tržišnih. Pravo na kupnju stana iz programa POS-a imaju svi građani državljeni RH, a prednost na kupnju imaju osobe koje prvi put stječu nekretninu i nemaju odgovarajuće riješeno stambeno pitanje, tj. nemaju u vlasništvu stambeni prostor koji je primjerenopremljen komunalnom infrastrukturom i ne udovoljava higijensko-tehničkim uvjetima za zdravo stanovanje¹⁰. Stambeno kreditiranje s rokom otplate od 30 godina (+1 godina počeka) u programu POS-a razvijeno je u suradnji s poslovnim bankama i stambenim štedionicama. Prvih 15-20 godina kredit se otplaćuje poslovnoj banci, a po zatvaranju preostalih 10-15 godina kredit se otplaćuje Agenciji za pravni promet i posredovanje nekretninama (APN). Prema izmjenama Zakona o POS-u¹¹ od veljače 2015. kamata je fiksna i iznosi 3% uz 1% godišnju kamatu za poček otplate kredita poslovne banke. Kamata se odnosi na sve stanove u izgradnji i prodaji, a za koje nisu sklopljeni ugovori o kupoprodaji stana. Za stanove čija je kupnja realizirana do stupanja na snagu izmjena Zakona o POS-u kamata je također fiksna i iznosi 5%, uz 2% godišnju kamatu za poček otplate kredita poslovne banke. Maksimalna cijena četvornog metra stana iznosi 1.125,66 eura po kvadratnom metru (plativo u kunama po srednjem tečaju HNB-a na dan uplate). Na ovaj način država u suradnji s komercijalnim bankama (kroz sklapanje i praćenje provedbe ugovora o zajmu) potiče prodaju novoizgrađenih stanova odobravajući zajmove za kupnju stana javnim sredstvima.

¹⁰ Smatra se da je veličina oko 35 četvornih metara korisne površine stana za jednu osobu, odnosno za svaku sljedeću još oko 10 četvornih metara.

¹¹ NN br. 26/15

Druga poticajna mjeru kod kupnje stambene nekretnine vezana je uz uvođenje **stambene štednje** još 1998. godine. Visina državnih poticajnih sredstava (DPS) određena je zakonom kao fiksni postotak čiji je iznos do sada smanjivan nekoliko puta. Tako su s uvođenjem stambene štednje DPS iznosila 25% od iznosa raspoložive stambene štednje uplaćene u godini za koju se isplaćuju DPS, a najviše do iznosa od 5.000 kuna po stambenom štedišu tijekom jedne kalendarske godine. Izmjenom Zakona o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje iz 2005. godine, postotak DPS smanjen je na 15% dok je izmjenama iz 2013. godine ponovno smanjen na 10%. Od 1. siječnja 2014. DPS na stambenu štednju prikupljenu i prenesenu iz ranijih godina u razdoblju od 1. siječnja do 31. prosinca 2014. godine nisu isplaćena iz državnog proračuna RH. DPS za stambenu štednju prikupljenu u 2015. godini iznose 245 kuna (5.000 kn raspoložive stambene štednje po stambenom štedišu * 4,9%) dok u 2016. iznose 205 kuna (5.000 kn raspoložive stambene štednje po stambenom štedišu * 4,1%). Posljednjim zakonodavnim izmjenama uveden je varijabilni iznos DPS-a po uzoru na neke države članice EU čime je stvoren stabilniji zakonodavni okvir. Poticaji se ostvaruju ukoliko se stambeni kredit odobrava za kupnju kuće ili stana, za izgradnju kuće ili stana, rekonstrukciju, adaptaciju i popravak te opremanje stana ili kuće, kupnju građevinske čestice bez ili s djelomično izgrađenom građevinom, komunalno uređenje građevinske čestice i otplatu stambenog kredita u korištenju uzetog kod kreditne institucije.



Izvor: DZS, Porezna uprava, Raiffeisen istraživanja

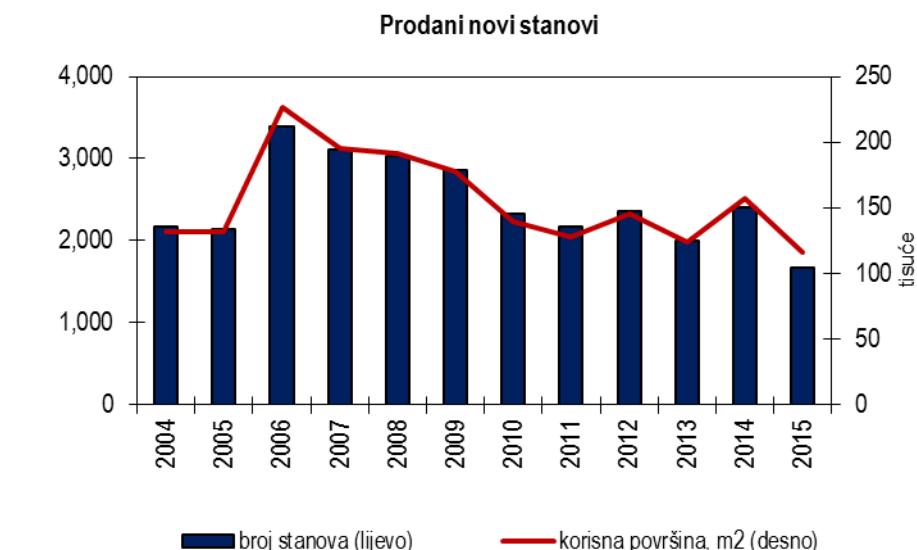
Uvođenje jedinstvenog poreza na nekretnine – preporuka Europske komisije

S druge strane, **oporezivanje nekretnina** u Hrvatskoj nije jednoznačno određeno, a već se godinama aktualizira uvođenje tzv. jedinstvenog poreza na nekretnine. Valja naglasiti da je i Europska komisija u svojim preporukama za Hrvatsku u sklopu procedure tzv. Europskog semstra opetovano naglašavala potrebu uvođenja jedinstvenog poreza na nekretnine (osim toga isti se nalazio na listi predloženih reformi u okviru Nacionalnog programa reformi). Činjenica je da trenutno stanje sa zemljišnim knjigama i nesređenim imovinsko-pravnim odnosima otežava uvođenje jedinstvenog poreza na nekretnine, no s druge strane nekretnine u Hrvatskoj su tretirane na vrlo disperzivan način koji narušava transparentnost te unazađuje ionako odveć slabu investicijsku klimu. Stoga bi se postojeći (para)fiskalni oblici tretiranja nekretnina (kroz porez na promet nekretnina od 5%, PDV, komunalne naknade i sl.) trebali na jasan i nedvosmislen način pretočiti u jednostavan novi porezni oblik koji će jamčiti viši stupanj transparentnosti oporezivanja, što će u konačnici pozitivno utjecati i na oživljavanje nekretninskog tržišta.

III PONUDA I POTRAŽNJA ZA STAMBENIM PROSTOROM

Slika

Iznimno slaba likvidnost na tržištu stambenih nekretnina



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Zasićenost tržišta uz istovremeno slabu potražnju

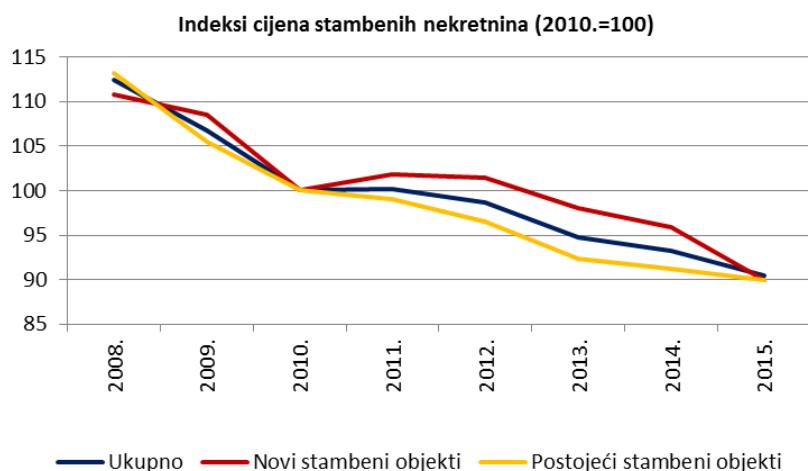
Smanjenom obujmu gradnje stambenih nekretnina tijekom proteklog razdoblja prethodila je vrlo niska razina potražnje uz istovremeno veliki broj sagrađenih, useljivih i neprodanih nekretnina koje opterećuju tržište. Ovakvom trendu pridružio se i pad u ukupnoj površini izgrađenih stambenih jedinica što je u konačnici rezultiralo stagnacijom na tržištu stambenih nekretnina. Oslabljelu potražnju za stambenim objektima najbolje dočarava kretanje broja prodanih stanova. Naime, nakon što je u 2014. godini zabilježen zamjetan godišnji rast broja prodanih novih stanova (za više od 20%), snažno potpomognut učinkom niske baze, u 2015. je zabilježen njihov rekordan pad na godišnjoj razini za preko 30%. Tako je u prošloj godini prodano svega 1.672 novih stanova što je najniža razina od 2003. godine. Ovaj podatak još jednom potvrđuje značajno smanjenu likvidnost na tržištu stambenih nekretnina koja je prisutna još od pretkrizne 2008. godine, a obilježena je razmjerno većom ponudom koja nadmašuje potražnju. Očigledno je stoga da niti poboljšani uvjeti finansijske dostupnosti nekretnina nisu uspjeli snažnije potaknuti potražnju za stambenim kreditima.

No, u pokušaju da istražimo što se zapravo događa u segmentu cijena stambenih nekretnina, nailazimo na niz analitičkih barijera. Naime, u Hrvatskoj još uvijek ne postoji jedinstveno mjesto koje bi statistički objedinilo glavne cjenovne parametre na stambenom tržištu. Stoga ćemo navesti nekoliko glavnih izvora iz kojih u konačnici crpimo osnovne zaključke prilikom izrade scenarija procjene kretanja cijena stambenih nekretnina.

**ICSN indeks
bolje odražava
dinamiku ostvarenih
cijena nekretnina**

Zajedničkom suradnjom Državnog zavoda za statistiku i Hrvatske narodne banke razvijen je tzv. **indeks cijena stambenih nekretnina** (ICSN)¹² koji se objavljuje od siječnja 2016. godine. Ovaj indeks mjeri kretanje tržišnih cijena stambenih objekata koja su kućanstva kupila, neovisno o prethodnom vlasniku ili svrsi upotrebe (vrijednost zemljišta uključena je u tržišnu cijenu). Indeks obuhvaća sve podatke o transakcijama nekretnina (kuća i stanova/apartmana) na području RH, prikupljene na temelju Prijave poreza na promet nekretnina u Poreznoj upravi Ministarstva finacija prema unaprijed definiranim rokovima. Za potrebe korisnika DZS je dodatno definirao tri geografska područja – Grad Zagreb, Jadran i ostalo. Vrijednost transakcija stambenih objekata kupljenih prethodne godine predstavlja osnovni izvor podataka za izradu pondera koji su preračunati prema kretanju cijena stambenih objekata tijekom posljednjeg tromjesečja prethodne godine. Izračunavanje počinje izračunom indeksa na temelju unaprijed definiranih hedonističkih regresijskih modela, čije su varijable definirane na osnovi raspoloživih podataka o svojstvima stambenih objekata. Iz ovog proizlazi da je za razliku od prethodnog hedonističkog indeksa cijena nekretnina (HICN) koji se temeljio na kretanju ostvarenih cijena iz uzorka transakcija koje prikuplja Burza nekretnina, novi ICSN indeks utemeljen na znatno široj i obuhvatnijoj bazi podataka koja obuhvaća transakcije u trgovaju nekretninama na teritoriju cijele RH te tako vjerodostojnije odražava dinamiku ostvarenih cijena nekretnina.

Slika



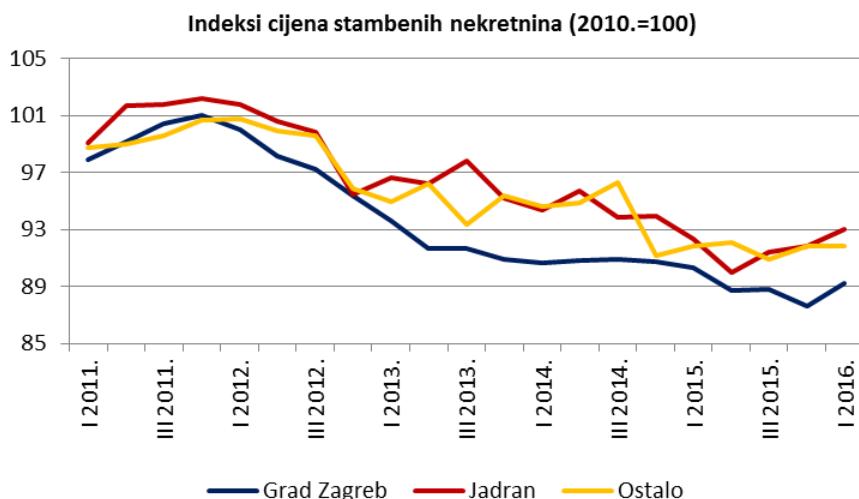
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prema ICSN indeksu, tijekom cijele prošle godine cijene stambenih nekretnina su nastavile s padom koji je u zadnjem tromjesečju 2015. iznosio 2,1%. Iz grafičkog prikaza (gore) se vidi da je pad cijena stambenih nekretnina blago ubrzan u odnosu na 2014. godinu, no takav silazni trend ipak je bio ispod višegodišnjeg prosjeka kada su cijene u jednoj godini znale pasti za više od 6%. Krajem 2015. posebice je bio izražen pad cijena novoizgrađenih stambenih nekretnina (gotovo 7% u odnosu na zadnje tromjesečje 2014.) dok su cijene starijih stambenih jedinica u istom razdoblju stagnirale.

¹² ICSN zamjenjuje dosadašnji hedonistički indeks cijena nekretnina (HICN), a izračun indeksa usklađen je s metodologijom Eurostatova priručnika o indeksima cijena stambenih nekretnina.

Međutim, posljednji podaci prema ICSN indeksu za prvo tromjesečje 2016. ukazuju na blagi oporavak cijena stambenih nekretnina na razini RH u odnosu na kraj prošle godine (rast od 1,2%) i to prvenstveno zahvaljujući rastu cijena postojećih nekretnina (1,5%) dok novi stambeni objekti još jednom potvrđuju silazni trend (-0,4%). Promatraljući prema geografskim područjima, rast cijena stambenih nekretnina u promatranom razdoblju zabilježen je u sva tri područja: Grad Zagreb (1,8%), regija Jadran (1,3%) te ostalo (0,1%). Istovremeno je na godišnjoj razini također zabilježen blagi oporavak cijena nekretnina na razini RH koji je prvenstveno uzrokovani rastom cijena u regiji Jadran (0,76%).

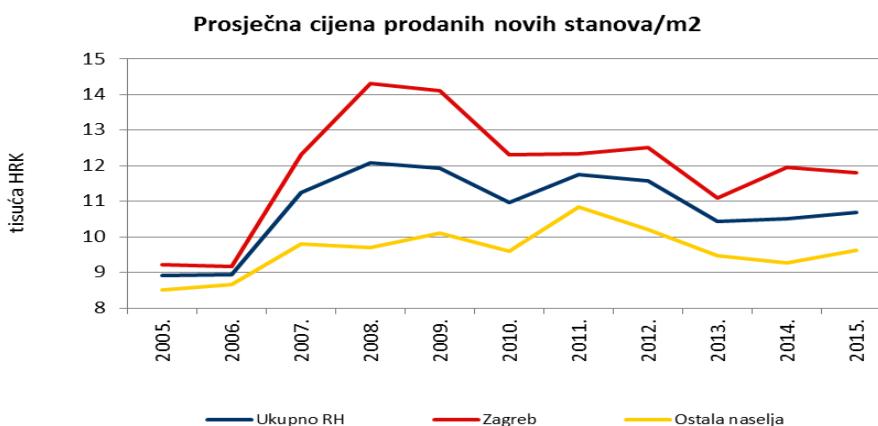
ICSN indeks ukazuje na blagi godišnji rast cijena stambenih nekretnina u prvom tromjesečju 2016. na razini RH



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Jadranska regija predvodnik rasta cijena

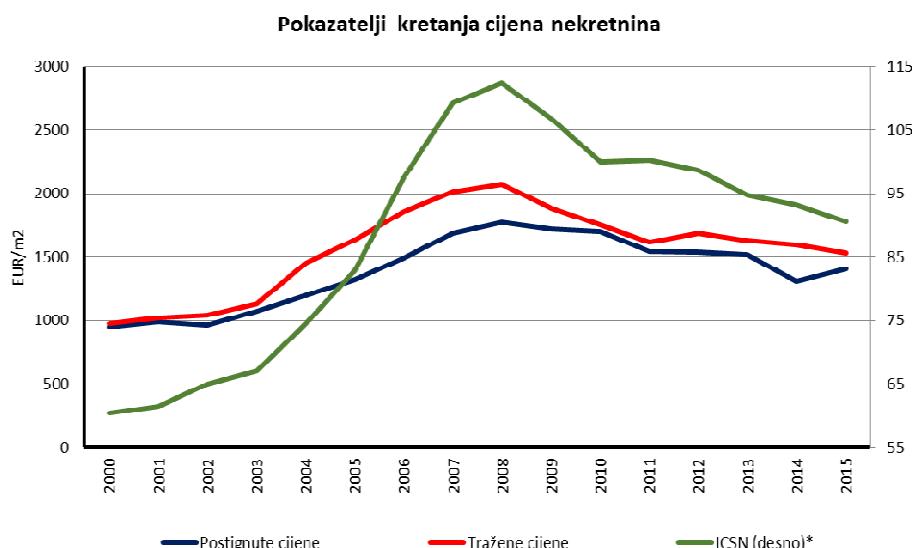
Zanimljivo je promotriti i pokazatelje kretanja **cijena prodanih novih stanova** koje na polugodišnjoj razini objavljuje DZS. Prema tom pokazatelu (koji ima izvjesnih manjkavosti poput ograničenog obuhvata i uključivanja u izračun ukupne prosječne cijene i podatke o cijenama novih stanova koji se prodaju preko POS-a) u prošloj je godini nastavljen blagi rast prosječne cijene prodanih novih stanova: na razini RH ista je ubrzala godišnju stopu rasta na 1,6% (nakon 0,9% u 2014.). Obzirom da podaci pokazuju da je u Zagrebu u istom promatranom razdoblju zabilježen godišnji pad prosječne cijene novih stanova razvidno je kako su rastuće cijene novih stanova u ostalim naseljima (ponajprije u regiji Jadran) uvjetovale dvogodišnji uzlazni trend na razini RH.



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Sužena razlika između traženih i postignutih cijena nekretnina

Također, raspoloživi podaci o **traženim i postignutim cijenama** za stanogradnju koje objavljuje Burza nekretnina pokazuju da je u prošloj godini (nakon šest uzastopnih godina pada) konačno došlo do rasta postignute cijene stanova što je posljedično dovelo do smanjenja razlike u odnosu na tražene cijene. Ovaj pokazatelj se nadovezuje na blagi pozitivan trend kretanja koji je vidljiv u prethodno opisanim pokazateljima koje objavljaju HNB i DZS. Bez obzira što različiti uzorci podataka i različite metodologije prikupljanja i obrade istih ne dopuštaju analitičku usporedbu, ipak možemo zaključiti da su uvjeti na tržištu nekretnina konačno dosegnuli dno te da je nakon dugogodišnje recesije ipak vidljiv pomak u cijenama koji početkom 2016. godine ostavlja prostor za izvjesni optimizam.



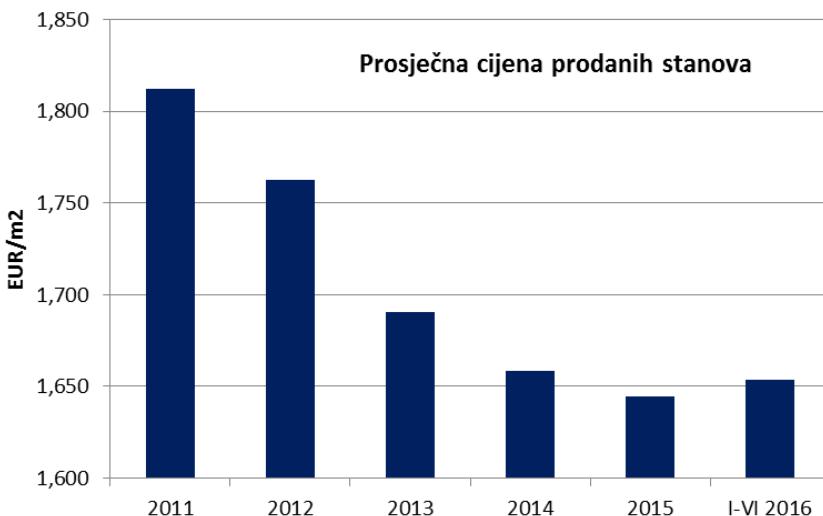
* od 2000. - 2008. podaci se odnose na HICN

Izvori: Burza nekretnina, HNB, Raiffeisen istraživanja

Obzirom na znatnu agregiranost podataka iz svih do sada navedenih izvora, te na problem heterogenosti koji se odnosi na činjenicu da baze ne razlikuju nekretnine prema obilježjima veličine, kvalitete ili lokacijske vrijednosti, zaključci koji proizlaze iz korištenja takvih pokazatelja mogu biti površni i/ili ne odražavati određene specifičnosti na mikro lokacijama.

Stoga, u nastojanju da doskočimo takvim problemima u analizi trendova na tržištu stambenih nekretnina, poslužili smo se bazama podataka koje je ustupila **agencija Njuškalo** koja trenutno posjeduje najveći uzorak nekretnina koje su u prodaji u Hrvatskoj. Prema dostupnim podacima o prosječnim cijenama stambenih nekretnina koje su u prodaji, vidljivo je da se u 2016. godini ipak događa oporavak, nakon dugogodišnjeg pada cijena koji je uvjetovan posljedicama recesije koja je tijekom niza proteklih godina ponajprije ostavila negativan trag na tržište rada smanjujući razinu zaposlenosti, a time i razinu raspoloživog dohotka koji je osnovni čimbenik pri odlučivanju u kupnji nekretnine. Ipak, nakon i službenog prošlogodišnjeg izlaska iz recesije te stabilizacije negativnih trendova na tržištu rada, u 2016. godini zapaža se blagi oporavak u cijenama nekretnina u prodaji. No znatno bolja segmentiranost u podacima iz Njuškalove baze upućuje na važne zaključke o značajnom regionalnom variranju cijena.

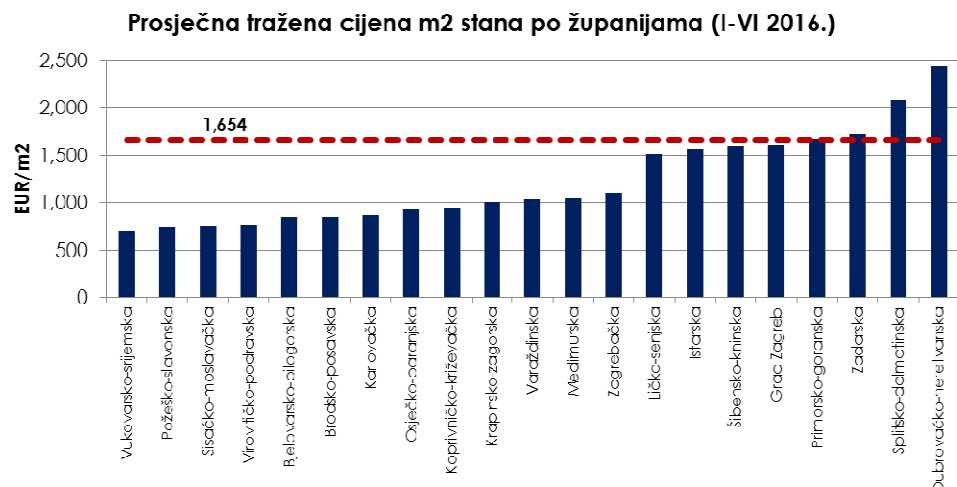
**Naznake blagog
oporavka cijena
stanova u prvoj
polovici 2016.**



Izvori: Njuškalo, Raiffeisen istraživanja

Pored vidljivog blagog oporavka u kretanju prosječnih cijena prodanih stanova na razini RH, činjenica je da se istovremeno događaju značajna odstupanja u cijenama stanova po pojedinim županijama (primjerice, Dubrovačko-neretvanska županija je ujedno županija s najvišim cijenama nekretnina u Hrvatskoj s prosječnom cijenom kvadrata stambenog prostora iznad 2.000 eura). Također, vidljive su i znatne razlike u cijenama između pojedinih gradova unutar iste županije, a diferenciranost cijena se preljeva i do lokacijske razine unutar pojedinog grada (primjerice, prosječna cijena kvadrata stana u Starom gradu u Dubrovniku prelazi 3.000 eura).

**Značajne razlike u
cijenama na
regionalnoj razini,
ali i na razini
mikrolokacije**



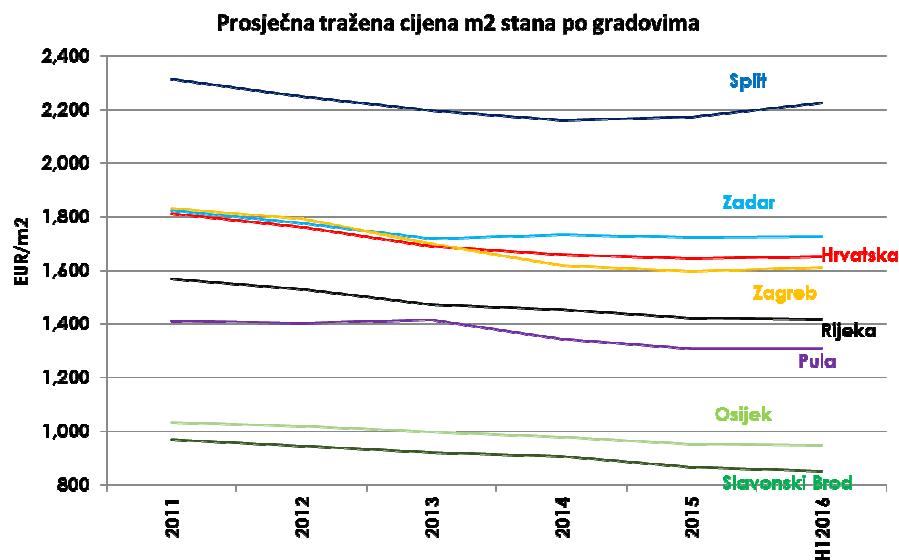
Izvori: Njuškalo, Raiffeisen istraživanja

U konačnici, posljednji podaci dostupni za prvo polugodište 2016. godine potvrđuju spomenutu diferenciranost u cijenama ovisno o lokaciji i/ili kvaliteti stanova koju determiniraju mnogi čimbenici. Ukratko, iz gornjeg prikaza je vidljivo da su cijene stanova u Jadranskoj regiji najzaslužnije za oporavak cijena na ukupnoj razini RH. Primjerice, u prvoj polovici ove godine prosječne cijene nekretnina u prodaji u gradu Splitu bile su za 2,4% više u odnosu na prosječne cijene u prethodnoj godini (ujedno je u Splitu i u prošloj godini

Niskolikvidno i odviše fragmentirano tržište stambenih nekretnina

zabilježen rast cijena u odnosu na 2014. po stopi od 0,5%). Pozitivan trend u prvih šest mjeseci zabilježen je i u Zagrebu i Zadru gdje su cijene 0,9% odnosno 0,2% više u odnosu na prosječne cijene iz 2015. Istovremeno, u kontinentalnim dijelovima Hrvatske (poput Slavonskog Broda ili Osijeka), u istom promatranom razdoblju nastavio se pad cijena.

Zaključujemo stoga da se dugogodišnji trend pada cijena na ukupnoj razini očigledno primakao svom kraju, ali ostaje činjenica da je tržište i dalje niskolikvidno i odviše fragmentirano. Podaci pokazuju da kvalitetne nekretnine s »dobrom« lokacijom pronalaze kupce i po višim cijenama dok istovremeno višak ponude manje kvalitetnih nekretnina s manje privlačnom lokacijom i dalje stvara pritisak na pad prosječnih cijena.



Izvori: Njuškalo, Raiffeisen istraživanja

IV PROCJENA BUDUĆIH KRETANJA

Kod predviđanja budućih kretanja uzet ćeemo u obzir tri scenarija:

1. Pesimistični scenarij koji podrazumijeva:

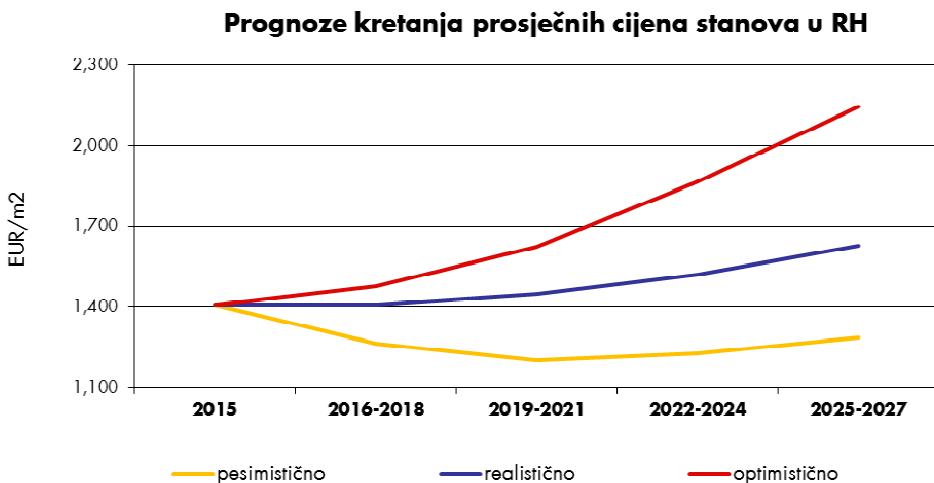
- daljnje intenziviranje nepoželjnih demografskih trendova (pogoršanje negativnog prirodnog prirasta koji pogoduje ubrzanjem procesu starenja stanovništva)
- snažniji negativni migracijski saldo uz pojačan odljev mladog, radno sposobnog stanovništva
- i dalje visoki kamatni difirencijal kod stambenih kredita u odnosu na usporedive zemlje EU (moguće i pogoršanje u slučaju sniženja kreditnog rejtinga zemlje)
- stagnacija ili sporost u labavljenju bankovnih uvjeta kod stambenog kreditiranja (manja priuštivost kredita)
- srednjoročno slabašan (ispodpotencijalan) gospodarski rast
- stagnacija ili pad zaposlenosti
- deprecijacija kune u odnosu na euro
- netransparentna zakonska inicijativa oporezivanja nekretnina (te njezina konačna primjena) potiču neizvjesnost i bojazan od snažnog oporezivanja imovine

2. Realistični scenarij koji podrazumijeva:

- stabilizacija negativnih demografskih pokazatelja (uz mogući blagi imigracijski priljev uvjetovan recentnom migracijskom krizom u Europi)
- uvođenje jedinstvenog poreza na imovinu te umjereni oporezivanje imovine
- nastavak blagog gospodarskog rasta u srednjem roku (po prosječnoj godišnjoj stopi od oko 2%)
- rast apsorpcijskog kapaciteta u povlačenju sredstava iz EU fondova
- nastavak pozitivnih trendova na tržištu rada: blagi rast zaposlenosti i dugoročno smanjenje nezaposlenosti
- povećanje životnog standarda i povećanje raspoloživog dohotka blagi rast cijena nekretnina

3. Optimistični scenarij koji podrazumijeva:

- zaustavljanje negativnih demografskih trendova (povratak dijela iseljenog stanovništva mlade i radno sposobne dobi; aktivnija populacijska politika kroz stambeno-poticajne olakšice)
- srednjoročni rast gospodarstva po iznadpotencijalnim godišnjim stopama od oko 3% (značajno poboljšanje investicijske klime te oživljavanje realnog sektora)
- znatno veća iskoristivost EU fondova
- intenziviranje inozemnih ulaganja u sektor razmjjenjivih dobara (brownfield/greenfield investicije)
- snažnije povećanje zaposlenosti kroz aktivnije politike zapošljavanja (uspješna reforma obrazovnog sustava kroz strateško definiranje potreba za kvalificiranim radnom snagom koja je međunarodno konkurentna)
- značajno povećanje raspoloživog dohotka
- znatno blaži uvjeti odobravanja kredita te konvergencija kamatnih stopa na stambene kredite u EU
- pojačani interes stranih državljana za kupnjom nekretnina u RH



Izvori: Burza nekretnina, Raiffeisen istraživanja

Pesimistični scenarij podrazumijeva pad cijena stanova u razdoblju do 2021.

Prema **pesimističnom scenariju** koji u narednom srednjoročnom razdoblju predviđa dodatno intenziviranje već prisutnih negativnih demografskih trendova, posljedično bi došlo do izrazitih negativnih implikacija na tržište nekretnina. Uz daljnji pad radno aktivnog stanovništva i izostanak održivog gospodarskog rasta u srednjem roku, ekomske migracije mlađeg radno sposobnog stanovništva bi se intenzivirale i tako dodatno ugrozile potražnju za stambenim nekretninama. Na nelikvidnom stambenom tržištu pod pritiskom viška ponude „nekvalitetnih“ nekretnina s manje privlačnom lokacijom stvorilo bi se daljnji pritisak na pad prosječnih cijena. U prvoj fazi projekcijskog razdoblja (do 2018.) cijene bi pale do 10% nakon čega bi se pad u razdoblju od 2019.-2021. ublažio na 5% te bi uslijedio blagi rast cijena do 2027. godine. Prosječna stopa pada cijena na razini projekcijskog razdoblja od 2016.-2027. godine u pesimističnom scenariju iznosi oko 2%.

U takvom slučaju, nedovoljan gospodarski rast negativno bi se odrazio na tržište rada kroz nisku stopu zaposlenosti, a time i na smanjenje raspoloživog dohotka. U slučaju rasta vanjske vulnerabilnosti i nepredvidivih šokova na finansijskim tržištim (poput slabljenja kune u odnosu na euro), smanjila bi se i finansijska dostupnost nekretnina.

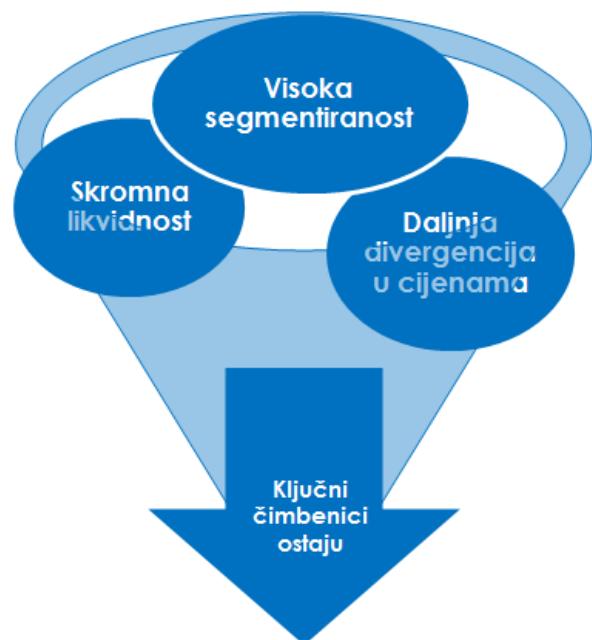
Realistični scenarij predviđa postupni blagi rast cijena tijekom projekcijskog razdoblja

Realistični scenarij podrazumijeva stabilizaciju negativnih demografskih pokazatelja u uvjetima započetog gospodarskog oporavka. Uz jačanje apsorpcije sredstava iz EU fondova te uz oporavak realnog sektora očekuje se rast zaposlenosti i realnog raspoloživog dohotka. Daljnje labavljenje kreditnih uvjeta i veća ponuda kredita u domaćoj valuti smanjit će potencijalne valutne rizike i povećati sklonost stanovništva prema dugoročnom zaduzivanju. Pozitivan poticaj na dinamiziranje aktivnosti na nekretninskom tržištu u srednjoročnom razdoblju mogao bi doći sa zakonskim reguliranjem procjene vrijednosti nekretnina (uz formiranje baze podataka o kupoprodajnim cijenama na razini RH). Uvođenjem jedinstvenog poreza na nekretnine postupak oporezivanja bi se pojednostavio i učinio transparentnijim. Zamjećeni ovogodišnji blagi rast prosječnih cijena prodanih novih stanova mogao bi se nastaviti odražavajući početak oporavka potražnje za stambenim nekretninama. Realistični scenarij predviđa postupni blagi rast cijena stambenih nekretnina po prosječnoj stopi od 4% tijekom projekcijskog razdoblja od 2016.-2027. godine.

Optimistični scenarij podrazumijeva dinamičniji rast cijena tijekom projekcijskog razdoblja

U slučaju **optimističnog scenarija** svi pokazatelji koji utječu na potražnju, bilo kratkoročno ili dugoročno, imaju osobite pozitivne vrijednosti. Iznadočekivani gospodarski rast temeljen na rastu i zapošljavanju u realnom sektoru, snažan priljev inozemnih izravnih ulaganja te znatna iskorištenost EU fondova, posljedično bi rezultirali rastom raspoloživog dohotka kućanstava ohrabrujući dugoročne investicije u stambene nekretnine. Uz pojačani interes stranih državljana za kupnjom nekretnina u RH cijene bi se korigirale prema višim razinama, što bi srednjoročno otvorilo novi ciklus izgradnje i ponude stanova. Stoga ovakav scenarij podrazumijeva dinamičniji rast cijena tijekom projekcijskog razdoblja po prosječnoj stopi od 11% u razdoblju od 2016.-2027. godine.

Obilježja tržišta stambenih prostora tijekom narednih pola desetljeća



Lokacija i kvaliteta nekretnine

(koje mogu zadržavati ili čak podići prosječnu cijenu)

Ekonomска истражivanja

mr.sc. Zrinka Živković Matijević, direktorica
Elizabeta Sabolek Resanović, ekonomski analitičar
Tomislava Ujević, ekonomski analitičar

Tel: + 385 1/61 74 338
Tel: + 385 1/61 74 349
Tel: +385 1/61 74 606

Financijsko savjetovanje

mr.sc. Nada Harambašić Nereau, glavni financijski analitičar; tržište vrijednosnica
Ana Turudić, financijski analitičar; tržište vrijednosnica

Tel: +385 1/61 74 870
Tel: +385 1/61 74 388

Finacijska tržišta i investicijsko bankarstvo

Robert Mamić, izvršni direktor

Tel: +385 1/46 95 076

Urednik

mr.sc. Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih istraživanja

Kratice

APN – Agencija za pravni promet i posredovanje nekretninama
BDP – bruto domaći proizvod
CHF – švicarski franak
DPS – državna poticajna sredstva
DZS - Državni zavod za statistiku
e - procjena (*estimate*)
EK – Europska komisija
EUR – euro
f – prognoza (*forecast*)
HICN – hedonistički indeks cijena nekretnina
HNB – Hrvatska narodna banka
HRK – kuna
ICSN – indeks cijena stambenih nekretnina
m2 - metar kvadratni
POS – poticana stanogradnja
pr – prosjek

Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb
Magazinska cesta 69, 10000 Zagreb
www.rba.hr
tel. 01/45 66 466
fax: 01/48 11 626

Publikacija je dovršena 14. rujna 2016.
Publikacija odobrena od strane urednika: 22. 09. 2016. godine u 09:39 sati
Predviđeno vrijeme prve objave: 22. 09. 2016. godine u 10:00 sati

Izjava o odricanju odgovornosti

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

Ekonomski istraživanja i Financijsko savjetovanje su organizacijske jedinice RBA.

Nadzorno tijelo: Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga, Miramarska 24b, 10 000 Zagreb i Hrvatska narodna banka, Trg hrvatskih velikana 3, 10 002 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 finansijskim 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 cijelovite 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 finansijskih 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 finansijski 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 finansijske, 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 finansijskog 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. Ulagačima 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 distribuirala 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 nepotrebнog 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 finansijskih instrumenata samostalno i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") te Raiffeisen Zentralbank AG, Austria ("RZB") pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA. Analize se mogu odnositi na jednog izdavatelja ili više njih, te na finansijske 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 15% (20% za dionice s visokim rizikom volatilnosti/ 10% za dionice s niskim rizikom volatilnosti) i predstavljaju najatraktivnije dionice među svim našim dionicama koje analiziramo i vrednujemo za razdoblje od sljedećih 12 mjeseci.

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

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

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

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

Prilikom objave analize, preporuka je određena koristeći gore definirane rasپone. Privremena odstupanja od gore navedenih rasپona ne dovode do automatske promjene preporuke nego će preporuka biti stavljena u razmatranje.

Mišljenja glede kretanja kamatnih stopa na tržištu novca Republike Hrvatske temelje se na analizi kretanja tržišnih pokazatelja.

Ova publikacija nije ponuda ili osobna preporuka za kupnju ili prodaju finansijskog instrumenta. Informacije iznesene ovdje ne sačinjavaju potpunu analizu svih materijalnih činjenica vezanih za izdavatelja, industriju ili finansijski 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.

Pregled Raiffeisen preporuka:

	Kupiti	Držati	Smanjiti	Prodati	Ukinuto	Pod razmatranjem
Broj preporuka	2	5	0	0	0	0
% svih preporuka	29%	72%	0%	0%	0%	0%
Usluge invest.bankarstva	0	2	0	0	0	0
% svih usl.invest.bankar.	0%	29%	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 finansijskim instrumentima u iznosima koji premašuju 0,5% udjela u temelnjom 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 finansijske 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, finansijske 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, RZB te ostalih društava unutar grupe. Tako je npr. Investicijsko bankarstvo, koje obuhvaća aktivnosti korporativnog financiranja putem tržišta kapitala, odvojeno fizičkim i drugim barijerama od jedinica trgovanja te jedinica za istraživanje i analizu.

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

1. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje više od 0,5% udjela u temelnjom kapitalu izdavatelja.
2. Izdavatelj posjeduje više od 5% udjela u temelnjom kapitalu RBA ili bilo kojem povezanom društvu.
3. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije ima značajne finansijske 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 zahtjeva 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 stajališтima iznesenim u ovoj publikaciji niti ista ovisi o provedenim transakcijama.

Zaposlenik RBA koji nije sudjelovao u izradi, ali koji je imao pristup ovoj publikaciji prije njezine distribucije, nema značajan financijski interes u jednom ili više financijskih instrumenata izdavatelja koji su predmetom publikacije. Zaposlenik RBA koji nije sudjelovao u izradi, ali koji je imao pristup publikaciji prije njezine distribucije, nije u sukobu interesa u vezi s izdavateljem koji je predmetom publikacije.

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.