

## Euro područje: snažan pad gospodarske aktivnosti pred vratima

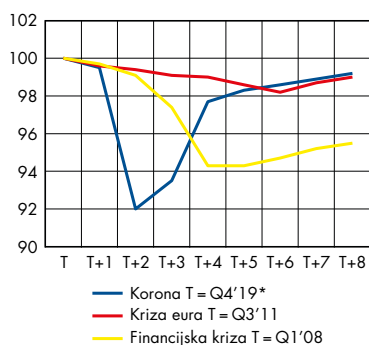
- Usmjerenost politike na obuzdavanje pandemije gotovo neovisno o kratkoročnim ekonomskim troškovima
- U očekivanju oporavka u četvrtom tromjesečju 2020.

### BDP, realna god. stopa rasta, %

	2019.	2020.e	2021.e
Euro područje	1,2	-4,0	3,2
Njemačka	0,6	-4,1	3,2
Italija	0,3	-5,8	2,6
Austrija	1,6	-4,5	4

Izvori: Thomson Reuters, RBI Raiffeisen RESEARCH

### BDP – pad i oporavak (indeks)



\* prognoza

Izvori: Thomson Reuters, RBI Raiffeisen RESEARCH

### Snažan pad gospodarske aktivnosti pred vratima

Od početka godine, a još više posljednjih tjedana i dana, vijesti i s njima ekonomski izgledi mijenjaju se ubrzanom dinamikom. U nastavku je kratak pregled događanja:

- 1) Još početkom godine ekonomski pokazatelji i indikatori signalizirali su kako su nepovoljna gospodarska kretanja dotaknula najniže razine i kako se počinju oporavljati – prema vodećim pokazateljima činilo se kako je industrijski sektor koji je zašao u recesiju “okrenuo” smjer kretanja.
- 2) U Kini se u siječnju/veljači proširio virus korone. Pretpostavljali su se određeni učinci prijenosa virusa na europsko gospodarstvo i postalo je vjerojatno da bi se očekivani oporavak/rast gospodarstva mogao odgoditi.
- 3) U veljači/ožujku, u Europi su se pojavile i prve infekcije s Covid-19. I dalje je bila prisutna nada o ograničenom širenju u Europi koje će, s ekonomskog stajališta u to vrijeme, biti popraćeno samo vidljivim ekonomskim usporavanjem.
- 4) Kako bi se kontrolirala sada **predvidljiva pandemija korone s glavnim naglaskom na Europu**, trenutno se nameću dalekosežna ekonomska ograničenja diljem Europe i u svim većim ekonomijama eurozone, uz visoki rizik uvođenja daljnjih mjera. Za pojedine sektore gospodarstva dolazi do zastoja i **recesija u eurozoni postaje neizbježna**.

Detaljna ekonomska procjena posljedica trenutnih uvjeta zapravo nije moguća i bilo koji podatak podložan je velikoj neizvjesnosti. Napokon, **trenutna situacija je izvanredan događaj u doba mira**. Uz to, još uvijek nedostaje podataka za posljednje mjesec (s prvim početnim utjecajem koronavirusa) što bi moglo dati neke uvide za procjene u sljedećim tromjesečjima. Osim toga, prethodne su ekonomske krize bile strukturirane na potpuno drugačiji način i usporedba s njima je pogrešna zbog različitog polazišta. Temeljna razlika u odnosu na prijašnje globalne krize (financijska kriza, kriza eura) je da su tim događajima prethodile značajne ekonomske neravnoteže. Nakon određenog vremena u kojem su bili vidljivi signali upozorenja, neodrživi trendovi u financijskoj i realnoj ekonomiji su se preokrenuli i ekonomija je brzo kliznula u recesiju.

Suprotno tome, trenutnu situaciju u mnogim zemljama karakterizira gotovo potpuno **smanjenje ekonomske aktivnosti** koje nameću vlade i javne institucije – jer je to medicinski neophodno. Riječ je o politički zamišljenom drastičnom smanjenju ponude s naknadnim gubitkom potražnje. Prema našim spoznajama, ovakva situacije je bez presedana i dovest će do **pada proizvodnje neviđenom brzinom**. Uostalom, neki sektori gospodarstva (turizam, avio-industrija, obrazovanje itd.)

#### Analičari:

Marko Barbić, Silvija Kranjec,  
Elizabeta Sabolek Resanović,  
Anton Starčević, Ana Turudić,  
Zrinka Živković Matijević

#### Urednik:

Zrinka Živković Matijević

doslovno "leže praznih ruku". S druge strane, drugi sektori rade punom brzinom (npr. zdravstvo, trgovina robom široke potrošnje). Stoga je jasno da će se struktura očekivanog masovnog pada također razlikovati od prethodne krize. Na strani potražnje, pad osobne potrošnje bit će puno većih razmjera nego u prethodnim recesijama. Pri tome bi relevantni pokazatelji mogli zabilježiti najoštriji pad ikad viđen u novijoj ekonomskoj povijesti. S aspekta ponude, uslužni sektor nikako neće moći biti stabilizirajući faktor. U tablici u nastavku nalazi se naša procjena po sektorima u usporedbi s financijskom krizom:

### BDV promjena, %

	Financijska kriza	Korona kriza
Bruto dodana vrijednost	-4,9	snažiji
Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	bez pada	jednak
Rudarstvo, opskrba vodom, energija, gospodarenje otpadom	-3,8	jednak
Prerađivačka industrija	-18,1	manji
Građevinarstvo	-24,0	manji
Trgovina, transport, djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane	-5,8	znatno snažniji
Informacije i komunikacije	-1,2	manji
Financijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja	-1,8	jednak
Poslovanje nekretninama	-0,3	jednak
Stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti	-7,3	jednak
Javne usluge	bez pada	jednak
Umjetnost, zabava rekreacija i sl. serv.	-1,2	znatno snažniji

Izvori: Thomson Reuters, RBI Raiffeisen RESEARCH

Trenutno je jasno vidljiva usmjerenost politike na obuzdavanje pandemije korone gotovo neovisno o rezultirajućim kratkoročnim ekonomskim troškovima i gubicima u proizvodnji – u kombinaciji s fokusom na održavanje dohotka kućanstava. S pozitivne strane pak, treba napomenuti, kao bi **prekid zastoja koji su nametnule vlade moglo dovesti do naglog skoka u gospodarskim aktivnostima** – posebno uzimajući u obzir niz potpornih mjera monetarne i fiskalne politike. Razmjera pada, duljina ekonomske kontrakcije i krajnji makroekonomski troškovi ovise o nekoliko čimbenika.

Prvo, duljina gospodarskog zastoja u Europi i na ostalim prodajnim tržištima je presudna. Drugo, efekti drugog kruga posljedica od velike su važnosti. Treće, trenutno je nemoguće procijeniti u kojoj će mjeri ova kriza imati trajniji utjecaj na kretanje povjerenja i potražnje potrošača.

Trenutna situacija uzrokuje ogroman financijski stres mnogim kompanijama ili cijelim gospodarskim sektorima. Plan prihoda i troškova bit će daleko od planiranog, barem u kratkom roku. Štoviše, financijska tržišta trenutno su u kriznom stanju. Ako privremeni zastoj dovede do vala bankrota i otpuštanja ili do nedostatka kreditne ponude, postoji prijetnja duboke i trajne ekonomske krize.

Kao osnovu za pretpostavke učinaka na BDP-a (pojedini sektori, ukupna ekonomija) koristili smo obrazac kretanja infekcije u Kini od početka epidemije do trenutnog stanja (2,5 do 3 mjeseca). Zbog različitog vremenskog razdoblja vala infekcije i odgovarajućih mjera u različitim zemljama, vjerojatno je da će razdoblje do normalizacije biti dulje za eurozonu u cjelini.

Zaostajanje uvođenja određenih mjera u SAD-u također će imati odgođen učinak na euro područje. U našim novim očekivanjima kretanja BDP-a pretpostavljamo da će ekonomska politika upotrijebiti sva raspoloživa sredstva i da je moguće da će u velikoj mjeri sadržavati efekte pandemije drugog kruga.

Prvi je korak **ESB** poduzeo 12. ožujka. Međutim, uskoro bi trebale uslijediti daljnje i možda odlučnije mjere potpore kako bi se osigurala izdašna ponuda kredita. Fiskalne mjere su također u potpunosti u tijeku. Izazov je što prije pružiti financijsku pomoć pogođenima. Druga središnja pretpostavka je da će kronologija događaja otprilike pratiti razvoj u Kini. Medicinski nužan zastoj ekonomije stoga bi trebalo dovesti do kolapsa bruto domaćeg proizvoda u drugom tromjesečju s dosada neviđenom stopom. **Faza s ozbiljnim ekonomskim ograničenjima započela je u ožujku i mogla bi trajati barem do svibnja**, iako bi se opseg ograničenja na strani ponude trebao nastaviti mijenjati tijekom ovog razdoblja.

Očekujemo brzi gospodarski oporavak na ljeto, iako se uspon do pune poslovne aktivnosti vjerojatno neće dogoditi u roku od nekoliko dana i mogao bi započeti u različito vrijeme u pojedinim zemljama eurozone.

Značajan gospodarski oporavak u drugoj polovici 2020., a posebno u posljednjem tromjesečju 2020., čini se realnim, **podržan ogromnim fiskalnim i novčanim potporama na strani potražnje**, ali samo ukoliko se, sa strane ponude, ograničenja na ekonomsku aktivnost mogu održivo smanjiti unutar gore navedenog vremenskog okvira.

Očekujemo najoštrij pad BDP-a u drugom tromjesečju 2020. i najizraženiji skok u četvrtom tromjesečju ove godine. Prema našem mišljenju, ova izrazita volatilnost tromjesečnih promjena BDP-a bit će jasno vidljiva i u godišnjim prosjecima za 2020. i 2021. godinu.

Gottfried Steindl RBI/Raiffeisen RESEARCH, Elizabeta Sabolek Resanović

### BDP, tromj. prom., % – Korona vs. euro / financ. kriza

	Korona kriza t=Q4'19e	Kriza eura t=Q3'11	Financijska kriza t=Q1'08
t	0,1	0,1	0,5
t+1	-0,5	-0,4	-0,3
t+2	-7,5	-0,2	-0,5
t+3	1,6	-0,3	-1,7
t+4	4,5	-0,1	-3,2
t+5	0,6	-0,4	0
t+6	0,3	-0,4	0,4
t+7	0,3	0,5	0,5

Izvori: Thomson Reuters, RBI Raiffeisen RESEARCH

### BDP, realna god. prom., % yoy

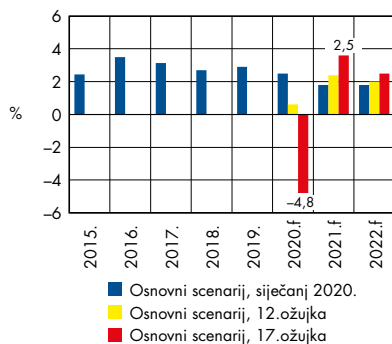
		Osnovni scenarij			
		2019.	2020.e	2021.e	
PL	Poljska	4,1	-2,0	3,0	
	Mađarska	4,9	-3,5	5,0	
	CZ	Češka	2,4	-5,2	3,4
		Slovačka	2,3	-6,0	5,0
		Slovenija	2,4	-4,2	3,6
RU	Rusija	1,2	0,0	1,2	
	Ukrajina	3,3	-3,0	3,0	
	Bjelorusija	1,2	-0,5	0,5	
HR	Hrvatska	2,9	-4,8	3,6	
	Bugarska	3,4	-3,9	3,5	
	Rumunjska	4,1	-2,5	4,5	
	SI	Srbija	4,2	1,5	2,5
		BiH	2,5	-3,9	3,7
	Albanija	2,5	0,0	3,2	
	Kosovo	4,1	1,5	4,0	
Euro područje		1,2	-4,0	3,2	
	Austrija	1,6	-4,5	4,0	
	Belgija	1,2	-4,1	3,0	
	Njemačka	0,6	-4,1	3,2	
EU	Danska	1,7	-3,6	3,5	
	Finska	1,2	-4,0	3,0	
	Francuska	1,3	-4,0	3,1	
	Irska	4,3	-1,0	6,0	
	Italija	0,3	-5,8	2,6	
	Luksemburg	2,6	-2,7	4,3	
	Nizozemska	1,8	-3,5	3,5	
	Švedska	0,9	-4,3	2,7	
	SAD	2,3	-2,7	3,3	
	Kina	6,1	3,2	7,8	
	Turska	0,9	-4,4	2,6	
	Švicarska	0,9	-4,0	1,6	

Izvori: Thomson Reuters, RBI Raiffeisen RESEARCH

# COVID-19 uzet će danak

- Izgledan pad gospodarske aktivnosti
- Neizbježni odgovor nositelja ekonomske politike

## BDP, realna stopa rasta, godišnja promjena



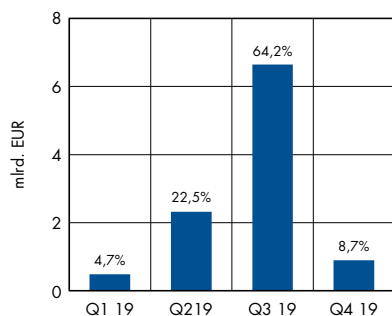
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Krajem veljače s pojavom prvog slučaja korona virusa u Hrvatskoj navila se sumnja nad solidne makroekonomske izgleda Hrvatske. Štoviše, iz dana u dan slika je postajala tmurnija a s eskalacijom zaraženih u Italiji i drugim državama Europe prognoze realnog rasta mnogih država tonule su u minuse. Naravno nije zaostajala Hrvatska.

## Utjecaj na ekonomski rast/sektore gospodarstva

Već sada sa sigurnošću možemo reći da će trenutna situacija i daljnje širenje virusa imati značajne utjecaje na hrvatsko gospodarstvo, osobiti zbog jake ovisnosti o turizmu. Već sada je sasvim izvjesno da je predsezona izgubljena a kako iz dana u dan neizvjesnost i strah ne jenjavaju moguće je očekivati sve značajniji utjecaj i na glavnu turističku sezonu. Posljedica će biti pad noćenja i gubitak prihoda od turizma.

## Platna bilanca – prihodi od turizma



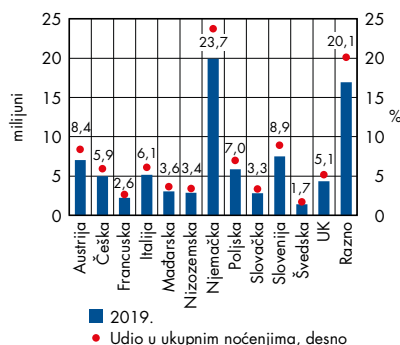
Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

Hrvatska u drugom tromjesečju godine ostvaruje barem petinu turističkih noćenja i prihoda od turizma dok se na treće tromjesečje odnosno glavnu turističku sezonu odnosi 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% u ukupnom broju), 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, dok će se investicije smanjiti ili odgoditi pod utjecajem sve veće neizvjesnosti.

## Noćenja stranih turista, 2019.



Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

Ugroženi **sektori** su zasigurno usluge, posebice prijevoz i svi oni koji se oslanjaju na turizam: smještaj, usluge prehrane i pića, rekreacija i zabava, usluge putovanja. Pored toga, prerađivačke industrije (kemijska, papirna, tekstilna, drvna i dr.) će sigurno doživjeti manjak ponude i potražnje. Glavno hrvatsko izvozno tržište su zemlje EU, posebno Italija (13%) i Njemačka (10%), tako da je snažan pad izvoza robe neizbježan u drugom tromjesečju 2020.

Šok potražnje, uzrokovan strahom od zaraze virusom, zajedno sa ionako slabim industrijskim sektorom kod glavnih vanjskotrgovinskih partnera Hrvatske, negativno će utjecati na prerađivački sektor. Također, u takvim će okolnostima povećanje potrošača dodatno oslabiti prema kraju godine.

Za razliku od ostalih zemalja, Hrvatska će biti pod snažnijim utjecajem trenutnog ekonomskog stanja zbog strukture svog gospodarstva i velike ovisnosti o turizmu. Čak i ako oporavak započne krajem trećeg tromjesečja ili krajem godine, gubici

iz drugog i trećeg tromjesečja će se teško nadoknaditi. Još uvijek visoka sezonalnost turizma i slaba industrija faktori su koji podupiru naša očekivanja da će oporavak u Hrvatskoj zaostajati za ostalim zemljama. Prema našim očekivanjima, Hrvatska će se u 2020. godini suočiti sa snažnim padom BDP-a od otprilike 5% u odnosu na prethodnu godinu. Naravno, novi osnovni scenarij također je **izložen negativnim rizicima** koji ovise o snazi i trajanju virusa COVID-19. S druge strane, ozbiljan utjecaj na gospodarstvo mogao bi biti ublažen paketom mjera ekonomskih i monetarnih politika najavljenih ovog tjedna.

### Fiskalna politika

Naravno udar na proračun nemoguće je izbjeći, s jedne strane značajno manji priljevi u proračun (osobito od potrošnje i najizdašnjeg proračunskog prihoda PDV-a) te paket fiskalnih olakšica i mjera s rashodne strane proračuna. Očekivani fiskalni učinci mjera još se zbrajaju, ali deficit nakon tri godine viška u držanoj blagajni kao i rast javnog duga kao i u mnogim drugim državama, sasvim je izgledan.

### Monetarna politika

Snažan pad cijene nafte na svjetskim robnim tržištima i šok potražnje stvarat će snažan pritisak na potrošačke cijene. Stoga će na razini cijele godine prosječne cijene potrošačkih dobara usporiti u odnosu na 2019.

Monetarna politika ostati će izrazito **ekspanzivna i dosljedna u očuvanju stabilnosti tečaja** kao glavnog sidra monetarne politike. Velika neizvjesnost i volatilnost na tržištima prenijela se i na devizno tržište. Štoviše, očekivanja o znatno manjoj potražnji za kunom uz nepovoljna makroekonomska očekivanja stvorila su snažnu potražnju za devizama. Uslijedili su deprecijacijski pritisci na domaću valutu. Središnja banka je po prvi puta nakon četiri i pol godine intervenirala na tržištu prodajući eure bankama. U razdoblju od 8. do 16. ožujka HNB je na deviznom tržištu intervenirala četiri puta plasiravši 1,6 mlrd eura.

Prema našim očekivanjima moguće je očekivati daljnje pritiske na rast tečaja EUR/HRK, sve dok se situacija oko COVID-19 ne smiri odnosno ne stavi pod kontrolu. Stoga su izgledne i daljnje intervencije. Međunarodne pričuve Republike Hrvatske, akumulirane uvelike u razdobljima laganih pritisaka na jačanje domaće valute, trenutno se nalaze na razini blago iznad 19 mlrd eura.

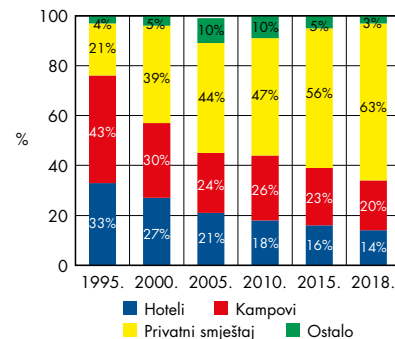
Nadalje, s ciljem olakšavanja trenutne situacije središnja banka započela je sa strukturnim operacijama te kupnjama državnih obveznica Republike Hrvatske kako bi se održala stabilnost na tržištu državnih vrijednosnih papira.

Zrinka Živković Matijević

### Odgovor Vlade

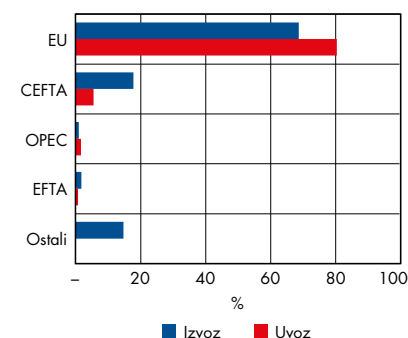
Vlada RH je 17.03.2020 donijela odluku o provedbi prve faze mjera za pomoć gospodarstvu uslijed epidemije korona virusa. Od 63 usvojene mjere poslovne banke su zadužene za provedbu tri mjere koje su prethodno usuglašene između predstavnika banaka (HUB), regulatora bankarskog sektora (HNB) i uključenih resora Vlade RH (MinFin, HBOR, HAMAG).

### Razvoj i struktura hrvatske ponude smještaja



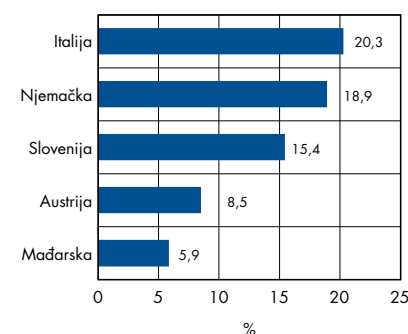
Izvori: DZS, Horwath HTL, Raiffeisen istraživanja

### Struktura robne razmjene, 2019.



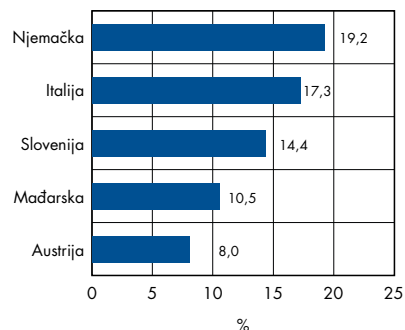
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Izvoz Hrvatske – Top 5 zemalja EU, 2019.



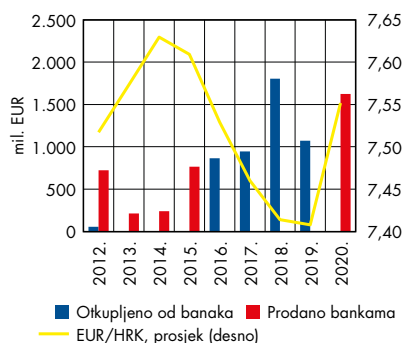
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Uvoz Hrvatske – Top 5 zemalja EU, 2019.



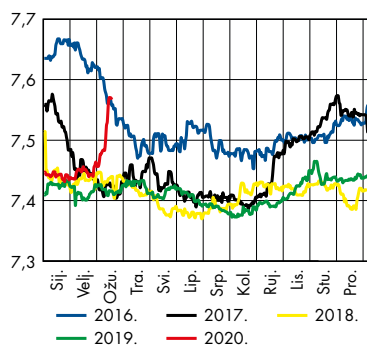
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Devizne intervencije HNB-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Srednji tečaj EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prva mjera je usmjerena prema dužnicima po kreditima, poduzećima i građanima kojima je zbog epidemije privremeno narušena sposobnost otplate kredita. Banke će im omogućiti odgodu plaćanja dospjelih rata/anuiteta po kreditima u razdoblju od tri mjeseca (travanj – lipanj). U tom razdoblju banke će obračunavati redovnu kamatu i neće poduzimati mjere prisilne naplate (ovrha, aktiviranje instrumenata osiguranja) radi naplate duga. To je horizontalna mjera dostupna svim dužnicima, poduzećima i građanima, ako im je narušen bonitet zbog smanjenja prihoda. Zahtjeve klijenata za odgodom plaćanja banke će procjenjivati i odobravati po ubrzanom postupku.

Druga mjera je odobravanje kredita poduzećima za likvidnost i radni kapital. Sredstva iz tih kredita poduzeća mogu namjenski koristiti za isplatu plaća zaposlenih pod uvjetom da ne smanjuju broj zaposlenih u odnosu na kraj 2019., i za plaćanje obveza prema dobavljačima izuzev obveza prema financijskim institucijama. Banke će odobravati kredite na rok otplate do tri godine uz prethodnih šest mjeseci korištenja kredita. Ovi krediti su ciljani za poduzeća koja zbog epidemije trpe privremene gubitke u poslovanju, a na kraju 2019. su bili razvrstani u skupinu urednih dužnika (stage 1). U toj skupini će ostati do lipnja 2021. bez obzira na eventualnu promjenu kreditne sposobnosti. Za kredite odobrene SME segmentu HAMAG će odobravati državnu garanciju za 80% iznosa kredita. Za velika poduzeća HBOR će sudjelovati u financiranju 50% iznosa uz 0% kamata u prvoj godini otplate, te davati garanciju za 50% druge polovine kredita. Davatelji garancija i poslovne banke će ocjenjivati da li poduzeća ispunjavaju uvjeta za odobravanje tih kredita uz korištenje podataka iz centraliziranih baza kod FINA-e.

Treća mjera je provođenje reprograma kredita poduzećima bez reklasifikacije dužnika u status neispunjavanja obveza. Tijekom tromjesečnog razdoblja u kojem dužnici mogu tražiti odgodu naplate dospjelih rata kredita, banke će poduzećima kojima je zbog epidemije umanjena kreditna sposobnost odobravati reprogram kredita po uvjetima (rok otplate, garancije HBOR i HAMAG) izjednačenih s uvjetima za nove kredite za likvidnost.

Da bi se zaštitila zaposlenost, Vlada je predložila da se iz proračuna financira 100% troškova neto minimalne plaće. Procjenjuje se da će ova mjera obuhvatiti oko 400.000 radnih mjesta, a primjenjivala bi se na tri mjeseca s mogućnošću produljenja. Procijenjeni učinak je oko 4 milijarde kuna (1% BDP-a).

Nadalje, postoji mogućnost odgode plaćanja obaveza po osnovi poreza na dohodak, dobit i socijalnih doprinosa na tri mjeseca s mogućim produljenjem za još tri mjeseca. Ove se mjere procjenjuju na 9–12 milijardi kuna (2,3 – 3,0% BDP-a).

Također će se uvesti niz drugih mjera, od lakšeg pristupa sredstvima EU fondovima, državna jamstva za izvoznike, odgoda plaćanja različitih parafiskalnih nameta itd.

Anton Starčević



## Izvanredna vremena traže izvanredne mjere

- **Ponovna aktivacija kriznih mjera s obje strane Atlantika**
- **Osnivanje posebnih programa otkupa financijskih instrumenata**

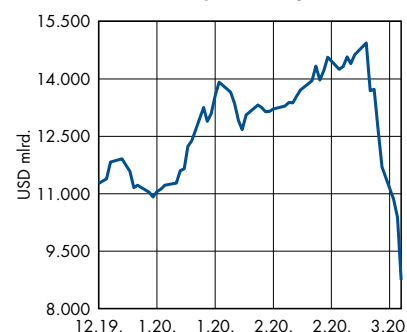
Umjesto početkom godine očekivanih vijesti o stabilizaciji odnosno postepenom oporavku industrijskog sektora na globalnoj razini, **ulagači na globalnim obvezničkim tržištima ovih dana budili su se s novim interventnim odlukama vodećih središnjih banka** s obje strane Atlantika. Odraz je to pokušaja monetarnih vlasti da ublaže, sada već neizbježne, snažne negativne posljedice na globalnu gospodarsku aktivnost uslijed uvedenih restriktivnih mjera država, kao odgovora na pandemiju koronavirusa.

Američki **Fed** je na posljednje dvije izvanredne sjednice, održane tijekom ovog mjeseca, srezao raspon referentnog kamatnjaka za čak 1,5 postotnih bodova na trenutnih svega 0% – 0,25%. Time je ponovno dosegnuta rekordno niska razina referentnog kamatnjaka od financijske krize 2008. godine. Dodatno, Fed se obvezao na kupnju najmanje 700 mlrd. dolara američkih obveznica, a poduzet će i nekoliko drugih poteza, uključujući dodatni diskont depozitarnim institucijama (bankama) do čak 90 dana te smanjenje stope obavezne pričuve na 0%. Ove mjere donesene su kako bi se financijskom sustavu, a u okruženju visoke neizvjesnosti koja je preplavila financijska tržišta, bez ustezanja mogla pružiti likvidnosna potpora. Istovremeno bi ekspresno donesene mjere Fed-a trebale umanjiti negativan utjecaj pandemije koronavirusa na američko gospodarstvo.

S ove strane Atlantika, Upravno vijeće **ESB** je na posljednjem zasjedanju donijelo odluku o privremenom provođenju dodatnih operacija dugoročnijeg refinanciranja, kako bi se financijskom sustavu europodručja bez odlaganja pružila likvidnosna potpora u razdoblju do slijedećeg ciljanog programa dugoročnog refinanciranja (TLTRO III), koji će trajati od lipnja 2020. do lipnja 2021. godine. Pritom je istaknuto da će se navedenim operacijama dugoročnog refinanciranja nastojati podržati banke u kreditiranju onih društava koji su u najvećoj mjeri pogođeni širenjem koronavirusa (SME – mala i srednja poduzeća). Istovremeno je donijeta odluka o privremenom povećanju programa neto kupnje vrijednosnica (APP) za dodatni iznos od 120 mlrd. eura do kraja godine, uz povećan fokus na otkup vrijednosnica korporativnog sektora. S druge strane, ESB je ostavila referentne kamatne stope nepromijenjene te se očekuje njihovo zadržavanje na sadašnjim ili nižim razinama sve do postizanja ciljane razine i dinamike inflacije. Smatramo kako posljednje mjere ESB-a treba promatrati kao odgovor monetarne politike na visoku neizvjesnost na financijskim tržištima i snažno usporavanje gospodarske aktivnosti europodručja, a uslijed implementacije povijesno jednih od najrestriktivnijih mjera u mirnodopskom razdoblju nakon Drugog svjetskog rata.

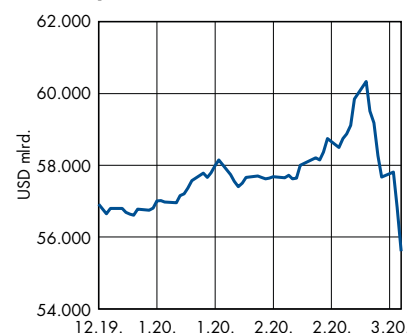
Međutim, ne samo da su Fed i ESB posegnuli za već tržišnim sudionicima poznatim paketima mjera monetarne politike, nego su najavljeni i novi programi. Tako je Fed najavio uspostavu programa kupnje komercijalnih vrijednosnih papira (CPFF – *Commercial Paper Funding Facility*), a sve u nastojanju olakšavanja kreditiranja poslovnih subjekata i sektora kućanstva. CPFF bi stoga trebao omogućiti učinkovit zaštitni likvidnosni mehanizam za američke izdavatelje komercijalnih zapisa putem društva posebne namjene (SPV – *Special Purpose Vehicle*), koje

**Tržišna vrijednost dužničkih instrumenata s negativnim prinosom**



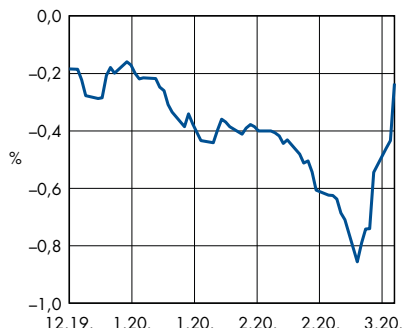
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

**Tržišna vrijednost dužničkih instrumenata s rejtingom u investicijskom razredu**



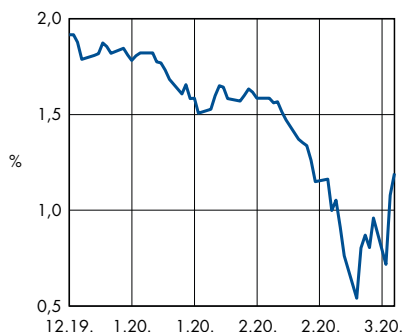
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Kretanje prinosa na njemačku desetogodišnju obveznicu



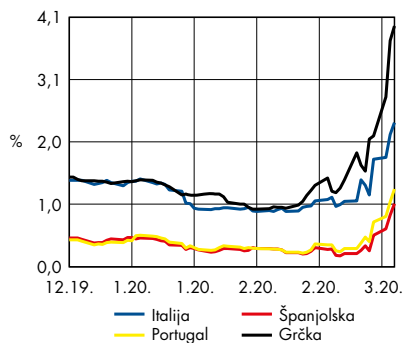
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Kretanje prinosa na američku desetogodišnju obveznicu



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Kretanje prinosa na desetogodišnje obveznice izdvojenih država europske periferije



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

će vršiti otkup neosiguranih i osiguranih komercijalnih zapisa direktno od kvalificiranih izdavatelja. Dodatno je, a kako bi se omogućilo nesmetano kreditiranje kućanstava i poslovnih subjekata, uspostavljen i PDCF (*Primary Dealer Credit Facility*). Putem tog instrumenta, a koji će biti na snazi sljedećih pola godine, bit će omogućeno prekonoćno kreditiranje te posuđivanje sredstava s rokom dospelja do 90 dana. Posljednji u nizu najavljenih programa (MMLF – *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility*) namijenjen je osiguranju likvidnosti i neometanog funkcioniranja tržišta novca. Osnivanjem potonjeg instrumenta, Federal Reserve Bank of Boston omogućit će dostupnim kreditiranje kvalificiranih financijskih institucija, uz kolateral u vidu visokokvalitetne imovine koju je financijska institucija prethodno kupila od uzajamnih fondova tržišta novca.

Tržišne sudionike na europskom obvezničkom tržištu, u četvrtak ujutro dočekala je vijest o osnivanju 750 mlrd. eura vrijednog novog programa otkupa vrijednosnica, simbolično nazvanog PEPP – *Pandemic Emergency Purchase Programme*. Novi program otkupa državnih i korporativnih vrijednosnica nastao je u namjeri smanjenja rizika u transmisiji monetarne politike te podrške gospodarskoj aktivnosti europodručja, a koja je trenutno pod snažnim pritiskom širenja koronavirusa te posljedičnih restriktivnih mjera u više europskih zemalja kao odgovora na suzbijanje pandemije. Kupnje vrijednosnica u sklopu novog programa (PEPP) odnosit će se na sve klase imovine koje su trenutno kvalificirane za postojeći program otkupa vrijednosnih papira (APP). Kod kupnji državnih vrijednosnica, ESB će se i nadalje kod alokacije po zemljama rukovoditi ponderima dodijeljenim svakoj nacionalnoj središnjoj banci u ključu kapitala. Upravno vijeće ESB-a će zaključiti neto kupnje vrijednosnica u sklopu PEPP programa kada prosudi da je kriza izazvana koronavirusom završena, ali u svakom slučaju ne prije kraja ove godine. Dodatno, donijeta je odluka o proširenju kvalificiranih papira unutar programa (CSPP – *Corporate Sector Purchase Programme*) i na komercijalne zapise nefinancijskih institucija.

Zaključno, vodeće središnje banke odlučile su upotrijebiti veliki snop monetarnih mjera u nastojanju da umire tržišne dionike, osiguraju neometanu transmisiju monetarne politike, podupru kreditiranje onih koji će biti najviše pogođeni u ovoj kriznoj situaciji izazvanoj širenjem koronavirusa te brzo vrate povjerenje potrošača. Obzirom da je i nadalje teško predvidjeti trajanje pandemije koronavirusa i kolike će dalekosežne biti posljedice za globalno gospodarstvo, ne isključujemo mogućnost daljnjeg povećanja opsega ekspanzivnih monetarnih mjera središnjih banaka s obje strane Atlantika.

Silvija Kranjec



## U slobodnom padu

- **Pandemija koronavirusa srušila dioničke indekse**
- **Vrednovanje dioničkih tržišta na rekordno niskim razinama**

Dok je pojava koronavirusa u Kini početkom godine potakla tek manju zabrinutost investitora, svjetska pandemija od početka ožujka je izazvala paniku na svjetskim dioničkim tržištima. Čak su i američki vodeći indeksi, čije gospodarstvo još uvijek nije toliko pogođeno, zabilježili značajne minuse te su od rekordnih razina u veljači izgubili više od 30%. Posljednjih dana svjedoci smo ekstremne volatilnosti dioničkih tržišta, a snažan pad vrijednosti bilježe i tzv. sigurne klase imovine. Iako ova kriza negativno utječe na sve segmente gospodarstva, najpogođenije su kompanije turističkog sektora, transporta te naftne industrije, kao i sve kompanije cikličkih industrija.

### Ciklički sektori na udaru

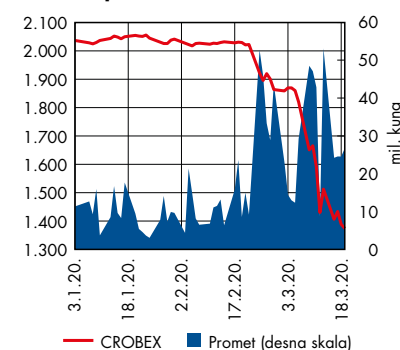
	Izvedba od 18.2.2020		Izvedba od 1.1.2019		
	S&P 500	STOXX Europe 600	S&P 500	STOXX Europe 600	
Energetski	-48,7%	-45,3%	Energetski	-50,9%	-45,9%
Financijski	-35,9%	-41,7%	Sirovine	-18,7%	-17,8%
Industrija	-34,0%	-36,3%	Financijski	-17,2%	-28,7%
Sirovine	-32,1%	-33,2%	Industrija	-13,7%	-13,1%
Roba široke potrošnje, ciklička	-31,5%	-36,0%	Roba široke potrošnje, ciklička	-8,5%	-19,8%
Nekretnine	-29,8%	-35,5%	Nekretnine	-5,4%	-15,7%
IT	-28,7%	-32,3%	Zdravstvo	-5,3%	4,7%
Komunalni	-28,5%	-31,4%	Komunalni	-4,3%	-0,8%
Komunikacije	-26,6%	-33,3%	Komunikacije	1,7%	-29,8%
Zdravstvo	-21,3%	-23,7%	Roba široke potrošnje, neciklička	3,7%	-8,6%
Roba široke potrošnje, neciklička	-18,3%	-28,5%	IT	16,8%	-2,2%

Izvori: Thomson Reuters, RBI Raiffeisen RESEARCH

S obzirom da se radi o epidemiji virusa s kojim se svijet do sada još nije susreo vrlo je nezahvalno predviđati kada bi moglo doći do promjene trenda na dioničkim tržištima, ali sve upućuje da možemo očekivati nastavak pesimizma. Naime, usporedimo li trenutačno stanje u Europi s onim u SAD-u, možemo reći da SAD „zaostaje“ za Europom u smislu broja zaraženih osoba, a pogotovo u uvođenju mjera za obuzdavanje epidemije koje imaju izrazito negativan utjecaj na gospodarstvo u cjelini. Kako oporavak gospodarstva, odnosno proizvodnje i potrošnje, očekujemo tek u drugoj polovici godine, i rezultati poslovanja kompanija bi trebali biti značajno slabiji u 1., a posebno u 2. tromjesečju, s obzirom na gotovo potpuno zaustavljanje velikog broja gospodarskih aktivnosti.

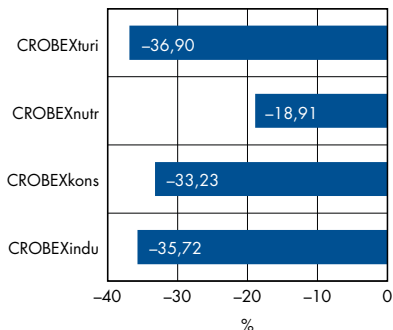
Kako dionička tržišta reagiraju obično prije ekonomskih kretanja te uzmemo li u obzir da američko dioničko tržište u razdoblju recesije obično izgubi na vrijednosti oko 30%, mogli bismo zaključiti da su negativna makroekonomska kretanja već uračunata u cijene dionica. Ipak, ovog puta se ne radi o „uobičajenoj“ recesiji već jedinstvenom slučaju globalne pandemije potpuno novog virusa, čije obuzdavanje traži ekstremne mjere pa stoga o ozbiljnijem i održivom oporavku dioničkog tržišta možemo govoriti tek kada epidemija dođe u silaznu fazu i kada normalizacija gospodarskih aktivnosti bude izgledna.

### Redovni promet dionicama i CROBEX



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Povrati sektorskih indeksa od početka 2020.



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Drastičan pad cijena dionica prati i značajan pad vrednovanja na gotovo povijesno niske razine pa su stoga i naša očekivanja za svjetska dionička tržišta vrlo optimistična. Tome u prilog idu i brojne poticajne mjere koje bi trebale potaknuti oporavak gospodarstva te rast većine svjetskih dioničkih indeksa u drugom polugodištu 2020.

Rasprodaja nije zaobišla ni Zagrebačku burzu, pri čemu su najveće gubitke, očekivano, imale dionice turističkog sektora i sektora transporta. Relativno zaštićene u trenutnim okolnostima trebale bi biti kompanije telekomunikacijskog sektora, čije usluge bilježe porast potražnje, kao i proizvodnja i maloprodaja prehrambenih proizvoda. Ipak, čak bi i prehrambena industrija (nakon inicijalno povećane potražnje) zbog očekivanog pada osobne potrošnje i povjerenja potrošača mogla bilježiti slabije prodajne rezultate u prvoj polovici 2020. U drugom polugodištu očekujemo oporavak domaćeg gospodarstva i dioničkog tržišta. Ipak, imajući u vidu udio prihoda od turizma u BDP-u Hrvatske od čak 20% te izrazitu sezonalnost hrvatskog turizma veliki dio izgubljenih dolazaka odnosno prihoda neće se moći nadoknaditi u kasnijim mjesecima 2020. pa očekujemo značajan negativni utjecaj na poslovanje turističkih, kao i kompanija svih povezanih sektora na godišnjoj razini. Posljedično, očekujemo nešto slabiju izvedbu CROBEX-a do kraja godine u odnosu na svjetske i regionalne indekse.

Ana Turudić

# Raiffeisen istraživanja

## 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-mail: 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; OIB: 62606715155; I.B. Mažuranić 70, 10090 Zagreb

## Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Magazinska cesta 69, 10000 Zagreb

www.rba.hr

tel.: 01/45 66 466

telefaks: 01/48 11 626

## Kratice

AZTN – Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja

bb – bazni bodovi

BDP – bruto domaći proizvod

CES – Croatian Employment Service

CERP – Centar za restrukturiranje i prodaju

DZS – Državni zavod za statistiku

ECB – European Central Bank (Europska središnja banka)

EDP – procedura prekomjernog deficita

EFSF – Europski fond za financijsku stabilnost

ESB – European Central Bank (Europska središnja banka)

EK – Europska komisija

EUR – euro

F – konačni podaci

FED – Federal Reserve System (Američka središnja banka)

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj

HICP – harmonizirani indeks potrošačkih cijena

HNB – Hrvatska narodna banka

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje

kn, HRK – kuna

MF – Ministarstvo financija

MMF – Međunarodni monetarni fond

pp – postotni poeni

Q – tromjesečje

QoQ – tromjesečna promjena

RBA – Raiffeisenbank Austria d.d.

SE – središnja Europa

SNA – Sustav nacionalnih računa

TZ – trezorski zapis

UN – Ujedinjeni narodi

USD – dolar

WEF – World Economic Forum (Svjetski gospodarski forum)

Publikacija je dovršena 19. ožujka 2020.

Publikacija odobrena od strane urednika: 20. ožujka 2020. godine u 10:45 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 20. ožujka 2020. godine u 11:00 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 financijskih usluga, Miramarska 24b, 10000 Zagreb i Hrvatska narodna banka, Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Jedinstveni kriteriji za izdavanje preporuka i klasifikaciju rizika za dioničko tržište definirani su na način:

"Kupiti"/(Buy): za dionice koje imaju očekivani ukupni povrat od najmanje 10% (15% za dionice s visokim rizikom volatilnosti) i predstavljaju najatraktivnije dionice među svim našim dionicama koje analiziramo i vrednujemo za razdoblje od sljedećih 12 mjeseci.

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

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

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

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

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

Mišljenja glede kretanja kamatnih stopa na tržištu novca Republike Hrvatske i kretanja cijena državnih obveznica izdanih u Republici Hrvatskoj temelje se na analizi kretanja tržišnih pokazatelja.

Ova publikacija nije ponuda ili osobna preporuka za kupnju ili prodaju financijskog instrumenta. Informacije iznesene ovdje ne sačinjavaju potpunu analizu svih materijalnih činjenica vezanih za izdavatelja, industriju ili financijski instrument. Ova publikacija može sadržavati očekivanja i izjave u pogledu budućeg razdoblja što uključuje rizike i neizvjesnosti, ali time ne jamči ostvarivanje budućih rezultata u bilo kojem pogledu koje su skladno 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 sudjelele 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.