

RBAAnalize

broj 76
siječanj 2020.

Optimizam s dozom opreza

- Osobna potrošnja – predvodnik rasta i u 2020.
- Nastavak smanjenja vanjske ranjivosti
- Obveznička tržišta testiraju konvencionalnu paradigmu
- Optimizam na dioničkim tržištima

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Af DaLiu

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Optimizam s velikom dozom opreza	5
--	---

Realni sektor

U očekivanju blagog usporavanja gospodarstva	6
--	---

Tržište rada

Povijesno niska stopa nezaposlenosti	7
--	---

Platna bilanca, inozemni dug

Odnosi s inozemstvom stabilni	8
-------------------------------------	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Bez promjena u monetarnoj politici	9
--	---

Fiskalna politika i tržište duga

Prinosi na niskim razinama	11
----------------------------------	----

Fokus tema

U potrazi za prinosima	14
------------------------------	----

Financijski sustav

Rast kredita ograničen na sektor stanovništva	16
---	----

Politike središnjih banaka

Nova predsjednica ESB, nova očekivanja	17
--	----

Tržište dionica

Uzlet dioničkih tržišta nakon smirivanja geopolitičkih rizika	18
---	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.e	2020.f	2021.f
BDP i proizvodnja									
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-0,5	-0,1	2,4	3,5	3,1	2,6	2,8	2,5	1,8
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	43.732	43.426	44.620	46.614	49.096	51.468	53.740	56.063	57.865
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.275	10.247	10.614	11.168	11.902	12.566	13.214	13.881	14.427
Trgovina na malo, % promjena, realno	-0,6	0,4	2,4	4,4	1,2	1,7	1,5	1,6	1,8
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	-1,8	1,2	2,7	5,3	4,4	3,9	3,5	3,0	2,5
Cijene, nezaposlenost i proračun									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	0,3	-0,5	-0,6	0,2	1,2	0,8	1,4	1,7	1,5
%, prosjek	2,2	-0,2	-0,5	-1,1	1,1	1,5	0,8	1,4	1,8
Proizvođačke cijene ¹ , %, kraj razdoblja	-2,6	-3,4	-4,4	-0,1	2,1	0,5	1,5	1,1	1,4
%, prosjek	0,5	-2,7	-3,9	-4,1	2,1	2,3	0,8	1,3	1,8
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	20,2	19,6	17,0	14,7	12,4	9,9	7,8	7,4	7,2
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	17,4	17,3	16,3	13,1	11,2	8,4	7,1	6,6	6,3
Prosječna neto plaća, u HRK	5.515	5.534	5.594	5.685	5.984	6.241	6.451	6.723	6.795
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-5,3	-5,1	-3,3	-1,1	0,8	0,3	-0,5	-0,8	-0,4
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	266,6	278,4	286,8	284,3	285,8	286,1	288,1	289,6	291,1
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	80,4	84,0	84,4	81,0	78,0	74,8	72,3	69,8	67,7
Bilanca plaćanja i dug									
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	17.713	18.815	20.728	22.245	24.616	26.098	27.533	28.827	29.749
% promjena	1,8	6,2	10,2	7,3	10,7	6,0	5,5	4,7	3,2
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	18.583	18.969	20.594	21.682	24.271	26.510	28.366	29.926	30.675
% promjena	2,7	2,1	8,6	5,3	11,9	9,2	7,0	5,5	2,5
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	-1,1	0,3	3,3	2,1	3,4	1,9	1,5	1,3	1,5
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	12.908	12.688	13.707	13.514	15.706	17.438	22.000	22.300	22.400
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	8,3	8,0	8,0	7,5	7,8	7,9	9,3	8,9	8,8
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	730	2.308	30	358	461	993	725	1.200	1.350
Noćenja turista, % promjena	3,4	2,6	7,8	9,1	10,5	4,0	3,8	3,0	2,5
Inozemni dug, mlrd. EUR	48,5	49,1	48,2	44,7	43,7	42,7	43,0	44,0	45,3
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	110,8	113,1	108,1	95,9	89,0	83,0	80,0	78,5	78,3
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	273,6	260,9	232,7	201,0	177,5	163,7	156,2	152,6	152,3
Financijski pokazatelji									
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,55	6,30	6,99	6,99	6,27	6,47	6,65	6,45	6,21
pr, USD/HRK	5,71	5,75	6,86	6,80	6,62	6,28	6,62	6,55	6,34
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,64	7,66	7,64	7,56	7,44	7,41	7,44	7,42	7,45
pr, EUR/HRK	7,57	7,63	7,61	7,53	7,46	7,42	7,41	7,40	7,43
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	57,9	63,4	70,7	83,5	99,4	120,0	140,9	145,8	149,2
% promjena	11,5	9,6	11,4	18,1	19,1	20,7	17,4	3,5	2,3
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	264,9	273,3	287,4	300,9	307,2	324,0	337,3	347,10	352,30
% promjena	4,0	3,2	5,1	4,7	2,1	5,5	4,1	2,9	1,5
Plasmani, mlrd. HRK, kr	240,8	237,0	230,0	221,5	218,9	223,2	227,9	232,47	236,89
% promjena	-0,5	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,0	2,1	2,0	1,9
Kamatna stopa 3-mj. ⁴ , %, pr					0,6	0,5	0,5	0,3	0,3
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	2,7	1,8	1,9	1,4	0,8	0,09	0,07	0,05	0,07

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

BDP, realna godišnja promjena (%)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2018.	2019.e	2020.f	2021.f
Poljska	48,9	47,0	44,9	43,0
Mađarska	71,0	68,2	67,5	65,6
Češka	31,1	30,9	30,5	30,4
Slovačka	49,4	48,4	49,3	50,4
Slovenija	70,4	66,6	63,5	60,1
SE	49,2	47,5	46,2	44,9
Hrvatska	74,8	72,3	69,8	67,7
Bugarska	22,3	20,7	22,0	24,0
Rumunjska	35,0	36,3	37,9	41,2
Srbija	53,8	50,1	47,5	47,5
BiH	34,9	34,2	31,5	32,7
Albanija	69,0	66,5	65,0	63,0
JIE	38,0	40,9	41,3	43,0
Rusija	13,0	13,2	13,2	13,2
Ukrajina	59,9	54,5	51,0	46,0
Bjelorusija	35,2	33,4	33,6	33,2
IE	17,0	16,8	16,5	16,2
SIE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	73,8	69,9	68,0	65,7
Njemačka	61,9	59,1	57,0	55,1
Eurozona	85,9	84,5	83,2	82,3
SAD	104,3	106,2	108,0	110,0

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2018.	2019.e	2020.f	2021.f
Poljska	64,5	59,8	56,8	54,9
Mađarska	79,2	73,7	70,1	66,5
Češka	81,6	79,0	76,7	74,5
Slovačka	113,6	117,0	116,7	116,1
Slovenija	92,0	95,1	95,9	96,5
SE	61,2	57,4	54,8	52,9
Hrvatska	83,1	80,2	78,5	78,3
Bugarska	59,3	57,0	54,5	51,7
Rumunjska	49,0	49,3	49,8	50,5
Srbija	60,2	55,9	52,7	50,2
BiH	66,8	65,5	63,5	61,1
Albanija	65,9	60,4	57,7	55,9
JIE	57,2	55,7	55,0	54,5
Rusija	27,5	28,2	25,5	24,2
Ukrajina	87,6	74,3	66,7	66,6
Bjelorusija	65,4	63,4	60,8	59,5
IE	33,0	33,2	30,9	29,4
SIE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	122,9	124,1	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjeak)

	2018.	2019.e	2020.f	2021.f
Poljska	4,26	4,30	4,32	4,33
Mađarska	319	325	335	339
Češka	25,6	25,7	25,8	25,8
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
Hrvatska	7,42	7,41	7,40	7,43
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,65	4,75	4,89	5,01
Srbija	118	118	118	118
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	128	123	124	126
Rusija	74,0	64,7	63,7	65,5
Ukrajina	32,1	28,9	28,0	31,3
Bjelorusija	2,41	2,34	2,46	2,69
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	euro	euro	euro	euro
SAD	1,18	1,12	1,13	1,17

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Rejting*

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

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

Optimizam s velikom dozom opreza

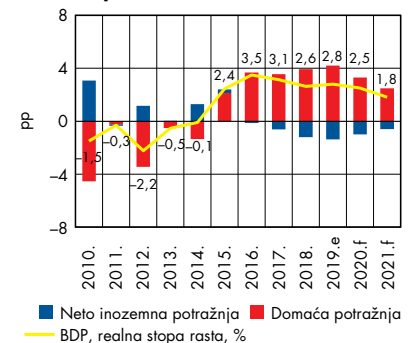
Pojačane geopolitičke napetosti, naizmjenično jačanje i smirivanje tenzija između Kine i SAD-a, konačna odluka o datumu izlasku V. Britanije iz Europske unije te nastavak recesije industrijskog sektora u Njemačkoj neki su od ključnih događaja koji su obilježili prošlu godinu. Unatoč pojačanim tenzijama i usporavanju većine ekonomija, strah od recesije je iščezao. Strukturno gledano, rast je podržan uslužnim sektorom i građevinarstvom, koji uz snažno tržište rada, diljem europskih država i SAD-a omogućava rast gospodarstva u cjelini. Ipak silazna faza ekonomskog ciklusa ostaje prisutna pa se i tijekom 2020. očekuje daljnje usporavanje ekonomske aktivnosti te zadržavanje izrazito ekspanzivne monetarne politike.

Unatoč globalnom usporavanju Hrvatska je prema privremenim, a dostupnim podacima, prošlu godinu vjerojatno zaključila uz blago dinamiziranje ekonomske aktivnosti. Posljedica je to rasta svih sastavnica domaće potražnje, osobito potrošnje kućanstava, ali i manje negativnog doprinosa neto inozemne potražnje. 2020. bi prema našim očekivanjima trebala donijeti blago usporavanje, ali ipak solidne i iznadpotencijalne stope rasta. Rast će predvoditi osobna potrošnja i investicije, ili gledano prema djelatnostima usluge vezane uz trgovinu, turizam i građevinarstvo. U pozadini takvih kretanja krije se visoka razina potrošačkog optimizma uslijed pada nezaposlenosti, rasta plaća, niskih troškova zaduživanja i umjerene inflacije. Rast obujma građevinskih radova dijelom zrcali rast investicija pod utjecajem povlačenja EU fondova, ali i pojačanu potražnju za nekretninama dijelom motiviranu i visokom sklonosti k rentijerstvu uslijed niza uspješnih turističkih sezona. I dok je turizam snažan generator zaposlenosti i rasta raspoloživog dohotka, sve veće oslanjanje na njega upozorava na sve veću ranjivost i suboptimalnu strukturu gospodarstva koja u takvim uvjetima nema baš neki poticaj za razvijanje grana i djelatnosti s višom dodatnom vrijednošću. U sjeni prisutnog optimizma, strukturni problemi tržišta rada te općenito ljudskog kapitala kao izvora rasta ostaju prisutni. Manjak radne snage u određenim djelatnostima, niska zaposlenost i još uvijek nepovoljni migracijski trendovi najproduktivnijeg stanovništva ukazuju da treba biti oprezan.

Monetarna politika ostat će ekspanzivna i dosljedna u korištenju stabilnog tečaja kao sidra monetarne politike. S približavanjem kraja prve polovice godine bit će jasnije hoće li ambiciozni cilj ulaska u ERM 2 biti ostvaren krajem ove ili početkom slijedeće godine. Strateški cilj Vlade o ulasku u euro područje implicira i opredjeljenje da se zadrži razborita fiskalna politika. Za sada državna blagajna uživa blagodatni rasta zasnovanog na potrošnji, činjenici da dio transfera dolazi iz proračuna EU te okruženju niskih kamatnih stopa koji uz ekonomske fundamente pogoduju niskim troškovima servisiranja duga.

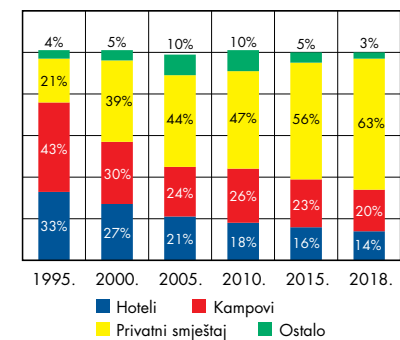
Povratak optimizma na financijska tržišta uslijedio je smirivanjem trgovinskog sukoba između SAD-a i Kine te jačanjem očekivanja o stabilizaciji odnosno postepenom oporavku globalnog prerađivačkog sektora. Vjerujemo da će se sentiment s globalnih dijelom preliti i na domaće dioničko tržište, iako strukturne slabosti potonjeg i nadalje ostaju. Stoga očekujemo blago pozitivno kretanje CROBEX-a u razdoblju pred nama, ali istovremeno smatramo da bez značajnijeg povećanja likvidnosti na domaćem dioničkom tržištu teško možemo računati s konkretnijim stopama rasta CROBEX-a.

BDP i doprinosu rastu



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Struktura smještajnih kapaciteta



Izvori: HTZ, Raiffeisen istraživanja

Hrvatska-kalendar revizija rejting agencija u 2020.

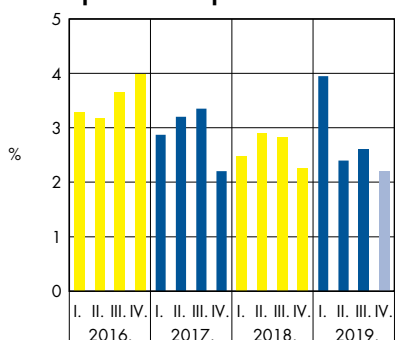
S&P	Moody's	Fitch
20. ožu.	15. svi.	5. lip.
18. ruj.	13. stu.	4. pro.

Izvori: Rejting agencije, Raiffeisen istraživanja

U očekivanju blagog usporavanja gospodarstva

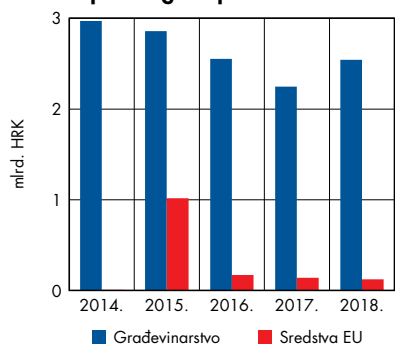
- Umjerenije stope rasta u posljednjem tromjesečju
- Osobna potrošnja – predvodnik rasta i u 2020.

Godišnja realna stopa rasta BDP-a



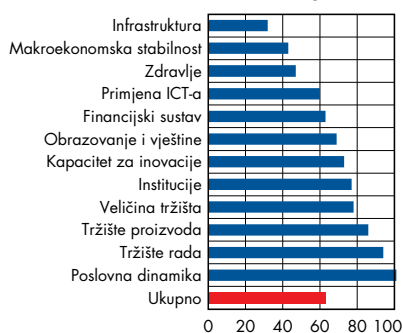
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Investicije u dugotrajnu imovinu



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Konkurentnost Hrvatske u svijetu



Izvor: Global Competitiveness Index 2019., Raiffeisen istraživanja

Iako cjelogodišnja statistika još uvijek nije objavljena već sada na temelju dostupnih podataka možemo zaključiti da je tijekom 2019. Hrvatska zabilježila ubrzanje gospodarske aktivnosti na krilima domaće potražnje, prije svega osobne potrošnje i investicija. Sa strane ponude najveći doprinos došao je od uslužnih djelatnosti vezanih uz trgovinu i turizam te građevinarstva. Treće tromjesečje donijelo je nastavak snažnog rasta osobne potrošnje, usporavanje investicijske aktivnosti i donekle iznenađujuće pozitivan doprinos neto inozemne potražnje. Potonje nije samo posljedica rasta izvoza usluga odnosno solidne turističke sezone već i zamjetno snažnijeg rasta robnog izvoza od uvoza. Pritom je robni izvoz bio pod utjecajem dobrih rezultata izvoza brodova i farmaceutskih proizvoda. Prvi visokofrekventni pokazatelji za četvrto tromjesečje prošle godine sugeriraju blago usporavanje gospodarske aktivnosti uz nepromijenjenu strukturu nosioca rasta. Solina kretanja na tržištu rada, nastavak kreditiranja stanovništva, niska inflacija te očekivanja da će i 2020. donijeti dobre turističke rezultate i dalje podržavaju optimizam potrošača koji se nalazi na svojim najvišim vrijednostima otkada se provode ankete. Štoviše detaljniji pogled na očekivanja kućanstava sugerira da se potrošači uslijed rasta raspoloživog dohotka sve više usmjeravaju na kupnju trajnih potrošnih dobara.

Pozitivno ozračje obilježit će i naredna tromjesečja pa je uz pretpostavku još jedne solidne turističke sezone projekcija kretanja osobne potrošnje izložena pozitivnim rizicima. Naime, rast plaća će se nastaviti, nezaposlenost lagano smanjivati a razdoblje niskih kamatnih stopa pogodovat će daljnjoj potražnji za kreditima. S druge strane industrijska proizvodnja nikako da uhvati zamašnjak i krene prema značajnijim stopama rasta podsjećajući nas na nisku konkurentnost industrije i izvoza. Uz to ne treba zaboravit izazovno vanjsko okruženje gdje osim geopolitičkih rizika na globalnoj razini, u godini pred nama predstoji teško razdoblje pregovora između EU i Velike Britanije kao i nastavak recesije u industrijskom sektoru u nizu europskih država. Uz osobnu potrošnju očekujemo solidan, ali nešto umjereniji nastavak rasta investicija, osobito javnih, dijelom i pod utjecajem povlačenja sredstava iz EU fondova, ali i uslijed činjenice da se nalazimo u izbornoj godini. Stoga neće izostati ni rast državne potrošnje. Prema našim očekivanjima gospodarstvo bi tijekom 2020. moglo blago usporiti, dijelom zbog blaže dinamike rasta svih sastavnica domaće potražnje ali i snažnijeg neto negativnog učinka inozemne potražnje. Međutim, za postizanje otpornijeg gospodarstva i postizanje viših stopa rasta potrebno je ojačati konkurentnost na način da se stvaranjem pozitivnog ozračja pravne sigurnosti te poticanjem poduzetništva poboljša poslovna i ulagačka klima zemlje. Uz to ključne i već poznate reforme velikih javnih sustava neophodne su da bi se birokratiziranost sustava smanjila, a efikasnost javne i državne uprave poboljšala, a sve u cilju funkcioniranja tržišnog gospodarstva. U suprotnom, konkurentnost će ostati niska, rast krhak i nedovoljan da bi ostvarili napredak i realnu konvergenciju prema razvijenim državama Europe. Potonje u suštini podrazumijeva povećanje blagostanja i kvalitete života.

Zrinka Živković Matijević

Povijesno niska stopa nezaposlenosti

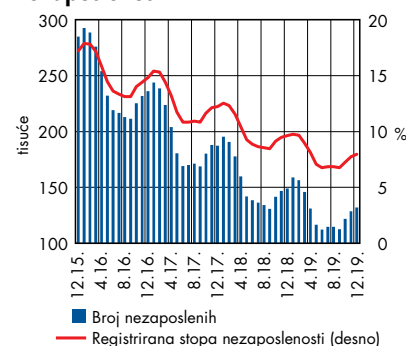
- Pad registrirane nezaposlenosti, rast neto i bruto plaća
- Usvojene promjene dogovora sindikata i Vlade RH

Hrvatsko tržište rada u 2019. godini zabilježilo je pad registrirane stope nezaposlenosti tokom ljetnih mjeseci na povijesno niskih 6,7%. Završetkom središnjeg dijela turističke sezone došlo je do uobičajenog sezonalnog obrasca kretanja nezaposlenosti te do blagog rasta stope nezaposlenosti krajem ljeta. Prema podacima HZZ-a, do navedenog pada registrirane stope nezaposlenosti došlo je prije svega zbog zapošljavanja na temelju novog radnog odnosa, a tek nakon toga zbog nepridržavanja zakonskih odredbi, odjave s evidencije i zbog nejavljanja. Treba imati na umu da je u posljednjih nekoliko godina došlo do promjena u postupku analiziranja broja nezaposlenih, kao i do pojačanih emigracijskih kretanja. To su razlozi zbog kojih možemo sa sigurnošću reći da pad stope nezaposlenosti predstavlja tek sastavni dio stvarnog pregleda hrvatskog tržišta rada. Već spomenuti podaci o nepridržavanju zakonskih odredbi i o odjavama s evidencije ne daju nam pouzdane i jasne izvore podataka o emigraciji.

Prema podacima DZS-a o kretanju aktivnog stanovništva u RH (temeljeni na Anketi o radnoj snazi) u trećem tromjesječju 2019. došlo je do povećanja broja zaposlenosti u odnosu na isto razdoblje 2018. godine. Anketna stopa nezaposlenosti također upućuje na niskih 5,7% tijekom ljetnih mjeseci. S druge strane, uzevši u obzir radno sposobno stanovništvo (15+), zabilježen je pad u odnosu na isto razdoblje 2018. godine te nastavak kontinuiranog trenda padanja koji se proteže još od 2008. godine. Isto tako, stopa participacije (radna snaga u odnosu na radno sposobno stanovništvo) nešto je niža (51,4%) nego u trećem tromjesječju 2018. (51,6%). Posljednji podaci o plaćama izdani od strane DZS-a potvrđuju godišnji rast realnih neto i bruto plaća. Uzrok tome je konstantan manjak ponude rada što stvara pritisak na rast plaća, kao i veće plaće u javnom sektoru. Navedeni manjak je ponajprije generiran negativnim demografskim trendovima te već spomenutom emigracijom radno sposobnog stanovništva koja je još više izražena nakon što je Hrvatska pristupila EU.

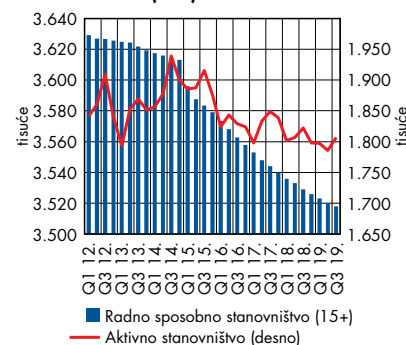
U predstojećoj 2020. godini na hrvatskom se tržištu rada očekuje daljnji pad stope nezaposlenosti i to primarno zbog zapošljavanja, a zatim zbog nastavka emigracije domaćeg radno sposobnog stanovništva, premda u puno manjoj mjeri. Nešto niža nezaposlenost može se očekivati tokom ljetnih mjeseci kao što je to već uobičajeno za hrvatsko tržište rada. Anкета o poslovnim očekivanjima ističe kako će se pogodna kretanja broja zaposlenih najviše osjetiti u trgovini i građevinarstvu. Kada je riječ o plaćama, tokom 2020. se također očekuje ubrzanje rasta prosječnih nominalnih bruto plaći. Buduće povećanje istih u javnom sektoru jednim dijelom je također rezultat dogovora sindikata državnih službi i sindikata obrazovnog sustava sa Vladom Republike Hrvatske o povećanju plaća i koeficijentata složenosti poslova za učitelje i nastavnike. Vlada je usvojila promjene koje je dogovorila sa sindikatima vezano uz povećanja koeficijenta koja iznose 3% od 1. prosinca 2019., 1% od 1. lipnja 2020. te zadnje od 2% od 1. siječnja 2021. Očekujemo i blagi porast plaća u privatnom sektoru, međutim manje izražen.

Broj zaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



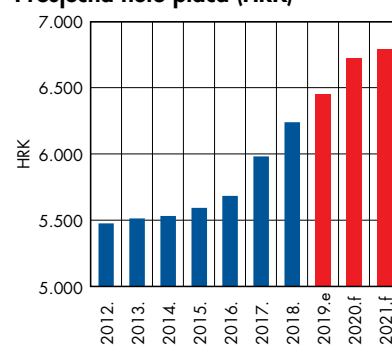
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Radno sposobno i aktivno stanovništvo (ILO)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prosječna neto plaća (HRK)



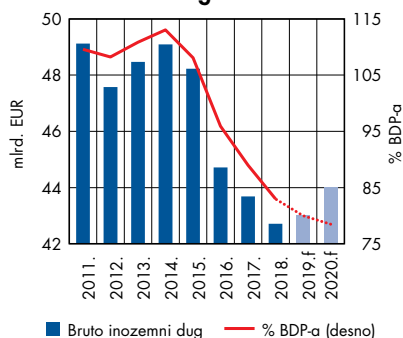
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Marko Barbić

Odnosi s inozemstvom stabilni

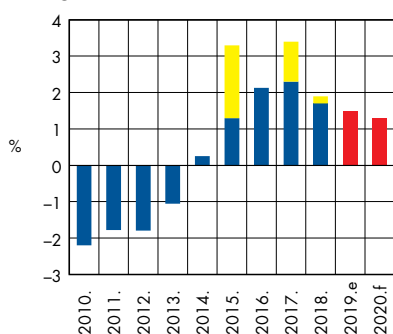
- Povećanje viška na tekućem računu bilance plaćanja
- Krajem trećeg tromjesečja bruto inozemni dug 81% BDP-a

Bruto inozemni dug



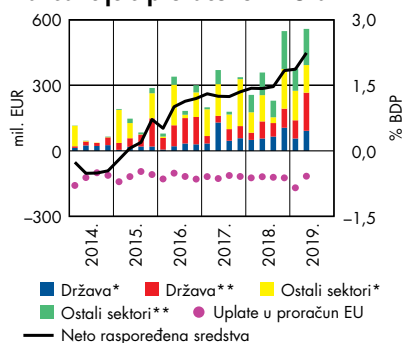
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u*



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

Transakcije s proračunom EU-a



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

Na tekućem i kapitalnom računu bilance plaćanja u trećem tromjesečju 2019. ostvaren je višak od 4,8 mlrd. eura (+21,3% na godišnjoj razini). Kumulativno u posljednja četiri tromjesečja, višak na tekućem računu platne bilance iznosio je 2,3% BDP-a. Uključujući i kapitalni račun on je dosegnuo 4,3% BDP-a. Očekivano, najznačajniji doprinos ostvarenju viška tekućeg računa u trećem prošlogodišnjem tromjesečju pristigao je s računa usluga, zahvaljujući odličnim rezultatima turističke sezone dok je saldo na računu roba bio negativan. Pozitivan doprinos došao je i od povoljnih kretanja na računima primarnog i sekundarnog dohotka te kapitalnih transakcija. Poboljšanju salda na računu sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija najviše je pridonio snažan rast neto prihoda od transakcija s proračunom EU-a. Preko 60 posto isplaćenih sredstava odnosila se na sredstva kapitalne namjene, dok je sektorski gledano malo više od polovine isplaćenih sredstava iz fondova EU-a usmjereno prema državi. Na razini cijele 2019. očekujemo da će Hrvatska ponovno zabilježiti višak na tekućem računu platne bilance (šestu godinu za redom) podržana prvenstveno povoljnim kretanjima na računu usluga dok će već uobičajeno najveći negativan doprinos dolaziti sa računa robne razmjene s inozemstvom.

U godini pred nama očekujemo daljnje smanjivanje viška na tekućem računu uslijed nastavka nepovoljnih kretanja na računu roba dok će u pozitivnom smjeru djelovati kretanja na računu usluga. Očekujemo i dodatno jačanje korištenja sredstava iz fondova Europske Unije. Kao negativne rizike očekivanih kretanja treba prvenstveno naglasiti usporavanje inozemne potražnje glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera, ali i potencijalno jačanje konkurencije na turističkom tržištu. S druge strane, kao pozitivne rizike vidimo mogućnost snažnijeg povlačenja sredstava iz fondova EU-a te bolje rezultate u turizmu uslijed produženja turističke sezone.

Nominalni rast BDP-a u trećem tromjesečju povoljno se odrazio i na relativne pokazatelje inozemne zaduženosti. Tako se krajem trećeg tromjesečja 2019. bruto inozemni dug spustio na 80,9% BDP-a što je za 1,7 pb manje nego na kraju 2018. U apsolutnom izrazu, uz porast za 1,3% u odnosu na prosinac 2018. bruto inozemni dug RH krajem rujna prošle godine iznosio je 43,3 mlrd. eura. Navedeno povećanjem prema navodima središnje banke, posljedica je nepovoljnog učinka međuvalutnih promjena i ostalih prilagodbi. Očekujemo da će pokazatelji za cijelu 2019. ukazati na daljnje smanjenje vanjske ranjivosti uz pad omjera bruto inozemnog duga na razinu oko 80% BDP-a. Daljnje poboljšanje relativnih pokazatelja inozemne zaduženosti očekujemo i u ovoj godini. Nastavak ekspanzivne monetarne politike vodećih središnjih banaka (ESB i Fed) zadržavat će troškove inozemnog zaduživanja na niskim razinama. Relativno povoljni uvjeti financiranja na inozemnim tržištima svakako su i rezultat investicijske razine kreditne ocjene Hrvatske. S druge strane, unatoč smanjenju omjera bruto inozemnog duga u BDP-u, koje kontinuiranom traje od 2015. godine, visoke razine obveza prema inozemstvu nakupljene ranijih godina upozoravaju na i dalje relativno visoku vanjsku ranjivost Hrvatske.

Elizabeth Sabolek Resanović

Bez promjena u monetarnoj politici

- Stabilan tečaj, visoka likvidnost i niske kamatne stope
- U očekivanju rezultata stres testova i kvalitete imovine banaka u Q220
- Blago jačanje inflacije u 2020.

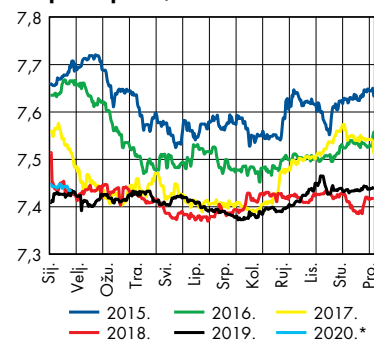
Uobičajeni ali lagani pritisci na rast tečaja EUR/HRK obilježili su posljednje tromjesečje 2019. Godina je zaključena uz srednji tečaj EUR/HRK iznad 7,44 kuna za euro ili na 0,34% višim razinama u odnosu na kraj 2018. Ipak, prosječni tečaj na razini cijele godine bio je na nešto nižoj razini zbog postojanih aprecijacijskih pritisaka na kunu u prethodnom dijelu godine. Prošlu je godinu tako obilježila izrazito visoka stabilnost i niska sezonalnost tečaja, te nešto izraženija sklonost jačanja domaće valute u odnosu na euro. Jačanje kune posljednjih godina posljedica je viška na tekućem računu platne bilance, kapitalnih priljeva sredstava od fondova EU i smanjenja euroizacije.

Središnja banka je pak ostala dosljedna u politici zadržavanja stabilnog tečaja, interveniravši dvaput na deviznom tržištu otkupom ukupno 1,1 mlrd eura utječući direktno na porast ionako izdašne kunske likvidnosti putem dodatne kreacije primarnog novca. Prosječni višak kunske likvidnosti porastao je na godišnjoj razini gotovo 30% premašivši 32 mlrd kuna ili gotovo 8,8% procijenjenog BDP-a. Stoga ne iznenađuje da se u uvjetima skromnih prometa na tržištu novca kamatne stope ni tijekom posljednjeg tromjesečja nisu pomaknule zadržavši se tako na povijesno niskim razinama. Iako je HNB nastavio održavati redovite tjedne operacije uz fiksnu kamatnu stopu od 0,3% kao i tijekom 2018. izostao je interes banaka za sredstvima ponuđenim putem ovog instrumenta što je posljedica izrazito visoke likvidnosti.

Iako je godina započela na razinama iznad 7,44 kune za euro projekcije tečajnih kretanja sugeriraju nastavak izrazite stabilnosti, niske sezonalnosti i daljnju sklonost jačanja domaće valute. Naime, čimbenici koju pružaju podršku domaćoj valuti ostat će prisutni i tijekom 2020. budući da se očekuje višak na tekućem računu platne bilance, jačanje povlačenja sredstava iz EU fondova te daljnja sklonost smanjenja eurizacije sustava. Naše tromjesečne projekcije odražavaju očekivanja da će se tečaj EUR/HRK kretati na sličnim razinama kao i tijekom 2019. U svakom slučaju središnja banka će ostati dosljedna u održavanju stabilnog tečaja kune u odnosu na euro. Stoga u slučaju volatilnosti ili pritisaka možemo očekivati daljnje aktivnosti na deviznom tržištu vrlo vjerojatno kroz otkup deviza koje će za posljedicu imati dodatno kreiranje primarnog novca i viška likvidnosti. Posljedično tijekom cijele 2020. kamatne stope ostati će na trenutno niskim razinama.

I tijekom posljednjeg tromjesečja inflacija, mjerena indeksom potrošačkih cijena zadržala se u prosjeku ispod 1% pa je na razini cijele 2019. godine došlo do usporavanja rasta potrošačkih cijena prosječna. Godišnja inflacija potrošačkih cijena usporila je s 1,5% u 2018. na 0,8% prvenstveno pod utjecajem zamjetnog usporavanja rasta cijena energije i cijena hrane. Blaži rast cijena energije pritom je najviše posljedica manjeg doprinosa cijena naftnih derivata a zrcali prošlogodišnji pad cijena sirove nafte na svjetskim robnim tržištima. S druge strane hrana je bila pod utjecajem smanjenja stope PDV-a na određene prehrambene proizvode. Upravo iščezavanje učinka smanjenja PDV-a uz nastavak snažne domaće potražnje te može biti poskupljenje prehrambenih sirovina na svjetskim

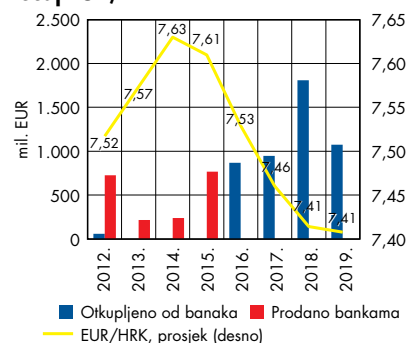
Srednji tečaj EUR/HRK



*24. siječnja 2020.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Devizne intervencije HNB i srednji tečaj EUR/HRK



*do 24. siječnja 2020.

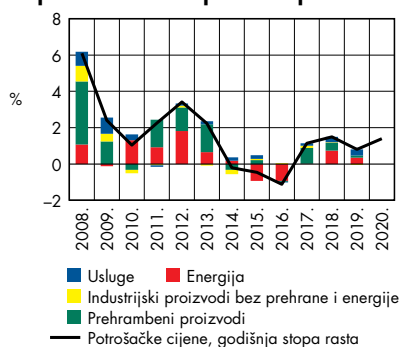
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Cijene sirove nafte

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

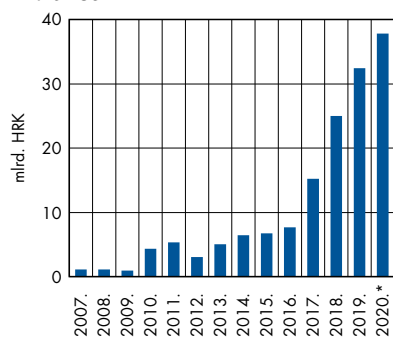
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Doprinosi rastu stope inflacije



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti



*do 24. siječnja 2020.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

tržištima trebala bi ubrzati rast cijene prehrambenih proizvoda tijekom 2020, ali i ukupne košarice potrošačkih dobara i usluga. Naime, hrana u košarici potrošačkih dobara sudjeluje s udjelom većim od 25%. Osim toga, najavljeno je povećanje trošarina na cigarete i alkoholna pića te promjena obračuna trošarina na bezalkoholna pića. Prema procjenama HNB-a procijenjeni učinak poreznih izmjena trebao bi utjecati na stopu inflacije oko 0,3 pb. S druge strane, cijene sirove nafte na svjetskim robnim tržištima prema sadašnjim projekcijama trebale bi zabilježiti blagi pad s prelijevanjem na domaće tržište, a očekuje se i iščezavanje baznog učinka poskupljenja nekih administrativno određenih cijena poput prirodnog plina. Rast potrošačkih cijena kao i prošlog godini više će biti izražen kod usluga dijelom i zbog očekivane konvergencije prema prosjeku EU. Ipak, unatoč blagom ubrzanju inflacija u Hrvatskoj će i kao i u euro području ostati prigušena i na razinama ispod 1,5%.

U uvjetima stabilnog tečaja i umjerene do niske inflacije monetarna politika će ostati nepromijenjena, dakle izrazito ekspanzivna podupirući visoku likvidnost monetarnog sustava te neposredno povoljne uvjete financiranja. Fokus tržišnih sudionika svakako će biti na potencijalnom ulasku Hrvatske u Europski tečajni mehanizam II i u tom slučaju utvrđivanja središnjeg pariteta EUR/HRK. Prema našim ocjenama potencijalni središnji paritet mogao bi biti oko trenutnih razina, ali ambiciozni cilj Vlade da u drugoj polovici godine uđe u ERMII prvenstveno ovisi o rezultatima stres testova i procjeni kvalitete imovine pet hrvatskih banaka. Rezultati će biti poznati do kraja prve polovice godine.

Zrinka Živković Matijević

Prinosi na niskim razinama

- U očekivanju novih izdanja
- Nastavak povoljnih fiskalnih kretanja

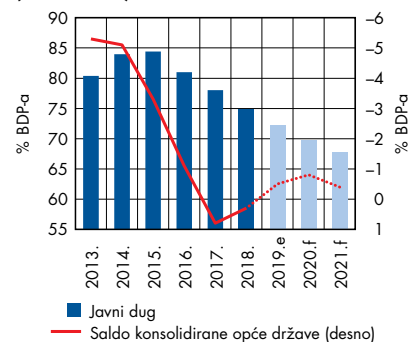
Posljednji dostupni podaci o kretanju u državnoj blagajni, prema ESA 2010 metodologiji, potvrđuju **solidno punjenje proračuna** u drugom tromjesečju te višak konsolidirane opće države od 0,2 mlrd. kuna na kraju prve polovice 2019. Pri tome je u razdoblju siječanj-lipanj ostvaren rast ukupnih prihoda 7,5% godišnje generiran najvećim dijelom rastom unutar kategorije indirektnih poreza (PDV-a) i direktnih poreza. Rast ostalih tekućih prihoda (+13,2% godišnje) vjerojatno je rezultat povećanog korištenja sredstava iz fondova EU. Na rashodnoj strani koja je u promatranom razdoblju bila viša 7,2% ostali tekući rashodi bilježe značajan rast (uplate u proračun EU) dok i ostale kategorije izuzev troškova za kamate bilježe povećanje. Smanjene rashoda za kamate odražava nastavak relativno povoljnih uvjeta zaduživanja na financijskim tržištima. Očekivani višak u drugom tromjesečju u skladu je sa sezonalnošću kretanja javnog dohotka budući da prihodi obično rastu u drugom, a svoj vrhunac dosežu u trećem tromjesečju. Stoga na razini cijele prošle godine očekujemo gotovo uravnotežen saldo opće države dok bi najavljeni rast javnih plaća mogao stvarati pritisak na proračun u narednim tromjesečjima.

Od početka godine na snagu je stupio i **četvrti val poreznih izmjena** koji uključuje porezno rasterećenje mlađih osoba, smanjenje PDV-a na hranu za ugostiteljstvo i nove neoporezive primitke dok je ranije najavljivana diskrecijska prihodna mjera smanjenja opće stope PDV-a na 24% odgođena kao odgovor na odluku o povećanju plaća svim državnim i javnim službenicima. Odgoda smanjena PDV-a ne iznenađuje s obzirom na strateški cilj i nespornu spremnost Vlade da kontrolira proračunske izdatke i održava uravnotežen proračunski saldo. Kao zemlja koja je na putu ulaska u eurozonu, Hrvatska je zasigurno spremna pridržavati se strožih fiskalnih kriterija. Stoga očekujemo kako će se apetiti proračunskih korisnika nastojati i dalje obuzdavati dok će rast temeljen na potrošnji pogodovati prihodima.

Zadnje tromjesečje 2019. obilježila su dva **nova lokalna izdanja obveznica**. Uz očekivano, izniman interes, Ministarstvo financija izdalo je 3,5 mlrd. kuna kunskih obveznica dospjeća 2024. (prinos do dospjeća od 0,36%) te 7,5 mlrd. kuna obveznica indeksiranih na kretanje tečaja kune prema euru s dospjećem 2034. godine uz prinos do dospjeća 1,20%.

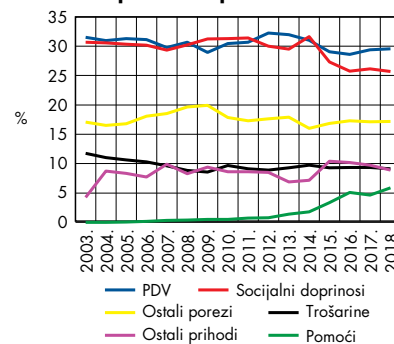
Potrebe za financiranjem u ovoj godini, procijenjene na oko 14% BDP-a (57,5 mlrd. kuna), sugeriraju pojačanu aktivnost na primarnom tržištu već u prvom tromjesečju. Početkom ožujka dospijeva 1 mlrd. eura VK obveznica i 5 mlrd. kunskih izdanja što će se vjerojatno podudarati s novim izdanjima na lokalnom tržištu. Očekujemo glavninu izdanja denominiranu u kunama što će produljiti kunsku krivulju prinosa i zadovoljiti većinu potreba za izdavanjem na domaćem tržištu u ovoj godini. Nakon toga, u drugom tromjesečju dospijeva 1,05 mlrd. eura trezorskih zapisa izdanih u siječnju 2019., a potom i 1,25 mlrd. dolara euroobveznice. Uz refinanciranje trezorskih zapisa znavljanjem, krajem prve polovice ili početkom druge polovice godine očekujemo još jedan izlazak države na međunarodno tržište kapitala (europsko). Time će oko 80% financijskih potreba u fiskalnoj godini biti zatvoreno već do srpnja.

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



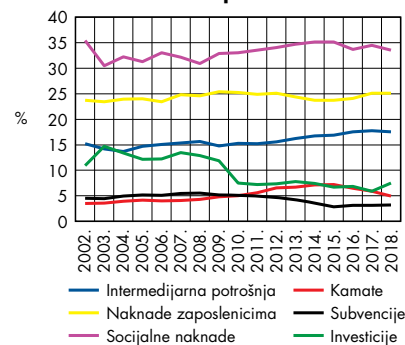
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Struktura prihoda opće države



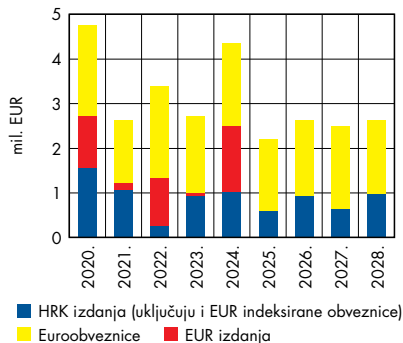
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Struktura rashoda opće države



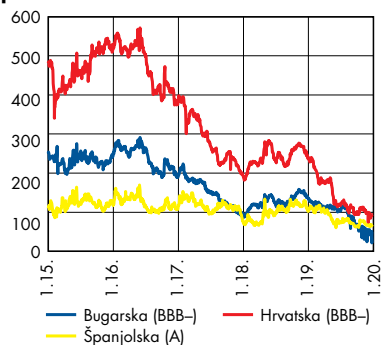
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



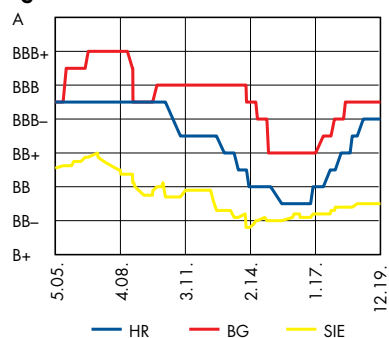
*glavnica i kamate
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

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



*u baznim bodovima, prilagođena duracija, S&P rejting u zagradi
Izvori: Thomson Reuters, S&P, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Kretanje rejtinga Hrvatske i Bugarske*



* S&P SIE prosjek rejtinga Albanije, Makedonije, Crne Gore, Rumunjske, Srbije uključujući pozitivne ili negativne izgleda označene sa 0,5 bodova
Source: Thomson Reuters, S&P, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Sa strane potražnje snažan interes od strane velikih tržišnih igrača, uglavnom institucionalnih investitora (mirovinskih i investicijskih fondova te banaka), neće niti ovaj puta izostati obzirom na velike apetite odnosno potrebu za plasiranjem visoke likvidnosti akumulirane u bilancama. Isto tako, očekujemo i solidnu potražnju za inozemnim (euroobvezničkim) izdanjem podržanu povoljnim fundamentima, ali i visokom likvidnošću na međunarodnim financijskim tržištima koja je rezultat ekspanzivne monetarne politike vodećih središnjih banaka. Naravno, ne smijemo zanemariti niti pojačanu potražnju za vrijednosnim papirima koji nose barem neki povrat. Daljnje blago sužavanje spreadova u odnosu na referentna izdanja moglo bi biti i rezultat skorog ulaska u europski tečajni mehanizam (ERM II).

Na tržištima euroobveznica SIE, kojima se trguje i hrvatskim inozemnim državnim izdanim, tržišno okruženje u posljednjem tromjesečju 2019. ostalo je relativno povoljno. Proširen neutralan te "wait and see" stav američkog Fed-a na cijelu ovu godinu kao i dovish retorika ESB-a povoljno se odrazila na kretanja na tržištima euroobveznica, dok je djelomično rješavanje trgovinskog spora između SAD-a i Kine pomoglo u smanjenju averzije prema riziku na globalnim tržištima u nastajanju. U tom su kontekstu visoki prinosi na državne obveznice zemalja tržišta u nastajanju, uključujući Ukrajinu i Tursku u SIE-i, uspjele nadmašiti ostatak tržišta u nastajanju. Promatrajući s valutne strane, euroobveznice denominirane u dolarima imale su najbolji rezultat s kumulativnim rastom cijene od 2,8% za vrijednosnice SIE zemalja što je rezultiralo sužavanjem prinosa od 26 baznih bodova. S druge strane, segment eurskih izdanja znatno je zaostajao s blago negativnim povratom uslijed izraženijih gubitaka u Rumunjskoj (-1,7%) i Hrvatskoj (-1,5%).

Izgledi u ovoj godini ostaju povoljni zahvaljujući snažnijim fundamentima i većoj otpornosti tržišta SIE na vanjske šokove. Očekujemo da će globalne središnje banke zadržati svoje trenutne dovish stavove dok će smanjene vanjske neravnoteže u Srednjoj i Istočnoj Europi zajedno s snažnijim pritiskom na izdavanje obveznica na lokalnim tržištima smanjiti ukupnu ponudu euroobveznica iz regije. Budući da su trgovinski sukobi između SAD i Kine pronašli rješenje te su geopolitičke napetosti za sada relativno niže, u ovom tromjesečju očekujemo smanjenu averziju prema riziku.

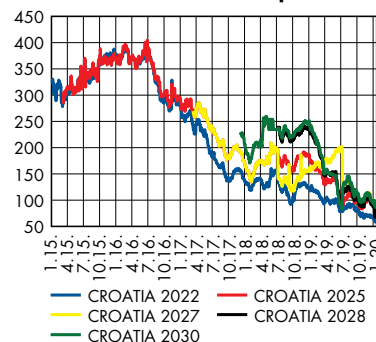
Kad govorimo o kreditnom rejtingu, Fitch je u svom posljednjem izvješću naveo kako je SIE regija snažna i vrlo otporna na globalne rizike, posebno zahvaljujući poboljšanoj fiskalnoj metrici i smanjenju vanjske ranjivosti, kao i zbog snažnog institucionalnog okvira i provedenih strukturnih reformi. U ovoj bi godini ukupni obrazac trebao ostati solidan, ali trend pozitivnih kreditnih ocjena u Srednjoj i Istočnoj Europi će ipak usporiti. Iznimka je jugoistočna Europa gdje bi ERM-II aplikacije Bugarske i Hrvatske mogle podržati daljnje poboljšanje kreditnih rejtinga.

Prinos na hrvatske eurske euroobveznice porastao je u posljednjem prošlogodišnjem tromjesečju u prosjeku 20-tak baznih bodova na petogodišnje izdanje te 13bb na desetogodišnje obveznice. Očekujemo da će se prinosi oko trenutnih razina zadržavati i do kraja ovog tromjesečja. Možebitno sužavanje spreadova prvenstveno će ovisiti o makroekonomskim i fiskalnim kretanjima.

Prinosi lokalnih izdanja slijedili su trendove euroobvezničkih kretanja uz rast prinosa na kunskim izdanjima u prosjeku za 15bp u četvrtom tromjesečju 2019. Tijekom siječnja nešto življa aktivnost na strani prodaje odvijala se na VK krivulji prinosa. Povećan volumen trgovanja obveznicom koja dospijeva u ožujku vjerojatno je i rezultat relativno povoljne razine EUR/HRK dok je izraženije trgovanje i ostalim izdanjima uz valutnu komponentu bilo i posljedica preslagivanja portfelja velikih tržišnih igrača u očekivanju novih izdanja.

Elizabeta Sabolek Resanović

Spread hrvatskih euroobveznica u odnosu na referentna izdanja



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Državne obveznice na domaćem tržištu

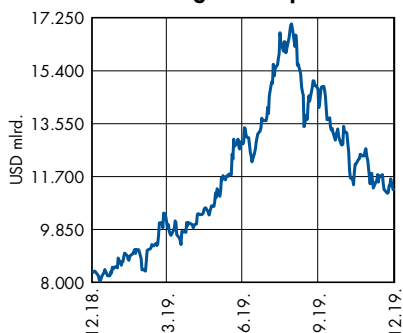
Obveznica	Valuta	Iznos izdanja	Dospjeće	Kupon (%)	Prinos do dospijeća Ask (%)	Spread prema njemačkim obveznicama	Spread prema EUROSWAP-u	Prinos do dospijeća Ask (%)	Prinos do dospijeća Ask (%)	Prinos do dospijeća Ask (%)
		(mil.)			22.1.20.	22.1.20.	22.1.20.	31.12.19.	30.6.19.	31.12.18.
RHMF-O-203E	EUR*	1.000	5.3.20.	6,500	-0,75	85	52	-0,75	-0,22	0,22
RHMF-O-222EO	EUR*	1.000	5.2.22.	0,500	-0,02	75	45	-0,10	0,13	-
RHMF-O-227E9	EUR*	500	22.7.22.	6,500	0,01	77	45	-0,08	0,18	0,39
RHMF-O-247E7	EUR*	1.400	10.7.24.	5,750	0,23	89	53	0,25	0,71	1,29
RHMF-O-327A	HRK**	3.000	7.7.32.	3,250	0,97	77	45	1,03	2,52	2,97
RHMF-O-34BA1	HRK**	7.500	27.11.32.	1,000	1,04	57	-73	1,14	-	-
RHMF-O-203A	HRK	5.000	5.3.20.	6,750	-0,02	-	-	-0,51	-0,08	0,00
RHMF-O-217A	HRK	6.000	8.7.21.	2,750	-0,09	-	-	-0,07	-0,01	0,33
RHMF-O-222A	HRK	3.000	7.2.22.	2,250	-0,01	-	-	0,07	0,00	0,53
RHMF-O-23BA	HRK	11.300	27.11.23.	1,750	0,13	-	-	0,16	0,11	1,03
RHMF-O-24BA2	HRK	3.500	27.11.24.	0,250	0,21	-	-	0,26	-	-
RHMF-O-257A	HRK	6.000	9.7.25.	4,500	0,24	-	-	0,29	0,49	1,51
RHMF-O-26CA	HRK	10.000	14.12.26.	4,250	0,34	-	-	0,37	0,85	1,74
RHMF-O-282A	HRK	5.500	7.2.28.	2,875	0,46	-	-	0,49	1,02	1,98
RHMF-O-297A	HRK	10.000	9.7.29.	2,375	0,54	-	-	0,61	1,14	2,32

* valutna klauzula; u trgovini, kamate i glavnica se isplaćuju u kunama prema srednjem tečaju HNB na dan trgovanja, **indeksirana na euro
Izvori: Ministarstvo financija, Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

U potrazi za prinosima

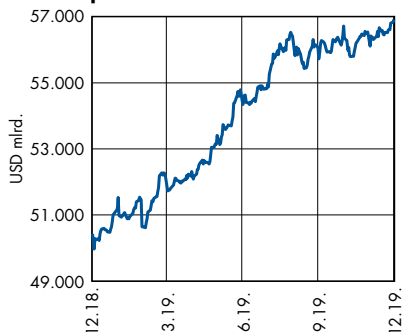
- Obveznička tržišta testiraju konvencionalnu paradigmu
- Sve veći broj zemalja u čije dužničke vrijednosnice su investitori spremni ulagati uz premiju u odnosu na nominalnu vrijednost

Tržišna vrijednost dužničkih instrumenata s negativnim prinosom



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Tržišna vrijednost dužničkih instrumenata s rejtingom u investicijskom razredu



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dužnički instrumenti s negativnim prinosom kao % vrijednosti dužničkih vrijednosnica s rejtingom u investicijskom razredu



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Unatoč skromnim očekivanjima na početku godine, prethodna godina bila je iznimno uspješna za investitore na globalnim obvezničkim tržištima. Odras je to ne samo prisutnog interesa investitora za sigurnijim klasama imovine u okruženju izraženih geopolitičkih rizika i bojazni o usporavanju globalnog gospodarstva, već i povratka iznimno ekspanzivnom karakteru monetarne politike vodećih svjetskih banaka s obje strane Atlantika. Tako je Europska središnja banka (ESB) ponovno, nakon samo deset mjeseci pauze, u studenom prošle godine pokrenula program otkupa vrijednosnica. S druge strane Atlantika, Fed se tijekom prošlog ljeta odlučio za ponovno snižavanje referentnog kamatnjaka. Rezultat je to namjera središnjih banaka da svojim ekspanzivnim mjerama monetarne politike preduhitre opasnost od značajnog usporavanja gospodarske aktivnosti.

Pad prinosa na globalnim obvezničkim tržištima rezultirao je dostizanjem povijesno najviših razina vrijednosti tržišta dužničkih vrijednosnica s negativnim prinosom (mjereno tržišnom vrijednošću *Bloomberg Barclays Global Aggregate Negative Yielding Debt Index*). Naime, nakon što je Fed krajem prošlogodišnjeg srpnja po prvi puta nakon 2008. godine snizio referentni kamatnjak za 0,25 postotnih bodova, tržišna vrijednost dužničkih instrumenata s negativnim prinosom dosegla je mjesec dana kasnije povijesnih 17 bilijuna američkih dolara. Pritom to nije bio samo odraz zaokreta u monetarnoj politici Fed-a, već i rezultat ponovno unesene nesigurnosti na tržišta uslijed eskalacije trgovinskog sukoba između SAD-a i Kine. Istovremeno se vrijednost dužničkih vrijednosnica s negativnim prinosom krajem prošlogodišnjeg kolovoza približila gotovo trećini vrijednosti ukupnog globalnog tržišta dužničkih instrumenata s rejtingom u investicijskom razredu. Pritom je za aproksimaciju vrijednosti potonjeg korištena tržišna kapitalizacija indeksa *Bloomberg Barclays Global Aggregate Index*.

Tijekom prošle godine povećao se broj zemalja u čije dužničke vrijednosnice su investitori spremni ulagati uz premiju u odnosu na nominalnu vrijednost. Tako je u jednom trenutku cijela krivulja prinosa na njemačke državne obveznice sve do 30-godišnjeg izdanja bila u negativnom području. Pritom pad prinosa nije bio rezerviran samo za vrijednosnice koje se smatraju sigurnim utočištima, već se efekt prelio na prethodno smatrane visoko rizične vrijednosne papire. Najbolje o tome svjedoči primjer Grčke. U jeku europske dužničke krize, investitori nisu bili voljni ulagati u grčke državne dužničke instrumente te je ta zemlja na kraju spašavana od financijskog kraha kroz mjere dogovorene s međunarodnim kreditorima. Malo više od godine dana proteklo je od završetka trećeg i konačnog programa mjera za financijsko spašavanje, a Grčka se uspjela, izdavanjem trezorskih zapisa uz dospijeeće od 13 tjedana, pridružiti elitnom klubu europskih zemalja kojima su investitori voljni platiti premiju na nominalnu vrijednost dužničkih instrumenata. Osim kratkoročnih izdanja, pritisak na prinose zahvatio je i dugoročne obveznice Grčke te je desetogodišnje izdanje prošlu godinu zaključilo s prinosom ispod 1,5%.

Povratak optimizma na financijska tržišta, uslijed smirivanja trgovinskog sukoba između SAD-a i Kine te najavljenog potpisivanja prve faze trgovinskog sporazu-

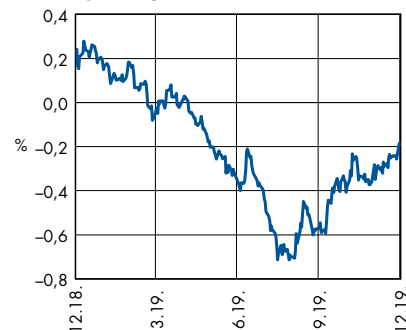
ma, odrazio se na smanjenje interesa za ulaganjima u sigurnije klase imovine. Stoga je u posljednjem prošlogodišnjem tromjesečju zabilježen pad tržišne vrijednosti dužničkih instrumenata s negativnim prinosom te je godina zaključena na razini vrijednosti instrumenata od 11,3 bilijuna američkih dolara. Obzirom na nastavljen rast vrijednosti ukupnog globalnog tržišta dužničkih vrijednosnica s rejtingom u investicijskom razredu, udio vrijednosnica s negativnim prinosom spustio se krajem prošle godine ispod 20%. Promatrajući strukturu *Bloomberg Barclays Global Aggregate Negative Yielding Debt* indeksa razvidno je da se daleko najveći dio dužničkih instrumenata s negativnim prinosom odnosi na državna izdanja (više od tri četvrtine ukupne tržišne vrijednosti indeksa).

Za prosuđivanje utjecaja sve značajnije vrijednosti tržišta obveznica s negativnim prinosom, potrebno je razlikovati da li je već u primarnom izdanju prinos bio negativan ili je snažan interes investitora na sekundarnom tržištu pritisnuo prinos u negativan teritorij. U potonjem slučaju investitori osim na primarnom izdanju "zaključanih" isplata kupona, s daljnjim padom prinosa u negativan teritorij ostvaruju dodatan rast vrijednosti portfelja na krilima porasta vrijednosti obveznica. Međutim, u slučaju negativnog prinosa već na primarnom izdanju investitori mogu tek kroz budući daljnji pad prinosa dublje u negativni teritorij i/ili kroz aprecijaciju valute u kojoj je dužnički instrument denominiran ostvariti povrat dijela i/ili više od plaćene premije na izdanju. Pritom interes institucionalnih investitora, pored prinosa, ostaje određen i likvidnošću instrumenata te regulatornim zahtjevima u pogledu držanja kolaterala i očuvanja adekvatnosti kapitala.

Obzirom na očekivano zadržavanje ekspanzivnog karaktera monetarne politike vodećih središnjih banaka s obje strane Atlantika i tijekom ove godine, postoji daljni potencijal za rast tržišta dužničkih vrijednosnica s negativnim prinosom. Naime, očekujemo da će ESB nastaviti s programom otkupa vrijednosnica i tijekom 2021., a istovremeno ne isključujemo mogućnost još jednog ovogodišnjeg spuštanja referentnog kamatnjaka Fed-a. S druge strane, prisutan optimizam investitora u svezi oporavka prerađivačkog sektora na globalnoj razini trebao bi smanjiti interes za ulaganja u sigurnije klase imovine. Pritom će za razvoj tržišta biti važna potražnja investitora za vrijednosnicama s negativnim prinosom na primarnom tržištu te potencijalno daljnje poravnavanje krivulja prinosa na obvezničkim tržištima. Potonji proces naime predstavlja ograničavajući faktor za ostvarenjem kapitalne dobiti spuštanjem niz krivulju prinosa za one investitore koji ne drže obveznice do dospeljeća. Istovremeno, investitorima koji su i nadalje u potrazi za pozitivnim prinosima ostaje investicijski horizont ulaganja u dužničke vrijednosnice zemalja koje pripadaju pod tržišta u nastajanju.

Silvija Kranjec

Kretanje prinosa na njemačku desetogodišnju obveznicu



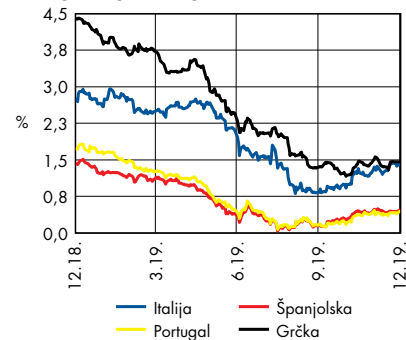
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Kretanje prinosa na američku desetogodišnju obveznicu



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Kretanje prinosa na desetogodišnje obveznice izdvojenih država europske periferije

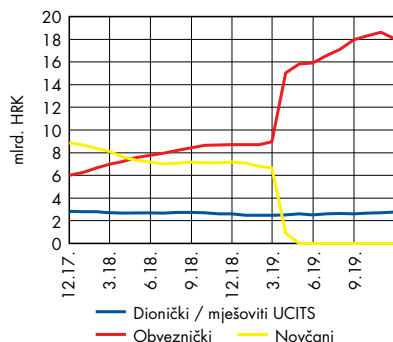


Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rast kredita ograničen na sektor stanovništva

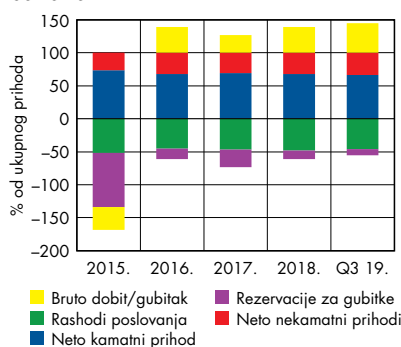
- Program državnih subvencija za stambene kredite potiče kreditiranje stanovništva
- Omjer neprihodujućih u ukupnim kreditima snižen na 6,03%
- ESB provodi sveobuhvatnu procjenu pet hrvatskih banaka

Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina



Izvori: HANFA, Raiffeisen istraživanja

Struktura rezultata poslovanja banaka

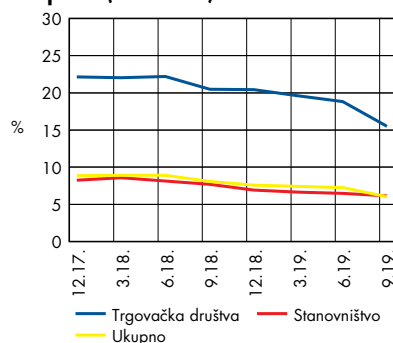


Legenda:

- formiranje ukupnog prihoda (između 0% i 100%)
- raspodjela ukupnog prihoda osim dobiti (ispod 0%)
- učešća dobiti u ukupnom prihodu (iznad 100%)

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim (NPL ratio)



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Dugotrajna tendencija snižavanja kamatnih stopa na kredite banaka potiče, a djelovanje čimbenika sa suprotnim učinkom ograničava potražnju za kreditima. Rast kredita u sustavu kreditnih institucija u studenom je na osnovu transakcija iznosio 3,5% na godišnjoj razini. Pritom je rast od 7,0% ostvaren na kreditima stanovništvu a kod poduzeća su krediti sniženi za 1,0%. Negativan utjecaj na kredite poduzećima početkom godine dolazio je od jednokratnih isplata po protestiranim garancijama za kredite brodogradilištima, sredinom godine od provedbe nagodbe vjerovnika s dužnicima iz sustava Fortenova (bivši Agrokor), a krajem godine od pojačane prodaje neprihodujućih kredita agencijama za naplatu potraživanja. U segmentu kreditiranja stanovništva rast se u posljednje tri godine zasnivao na povećanom plasmanu nenamjenskih gotovinskih kredita. Početkom 2019. regulator je preporučio bankama da ujednače kriterije za procjenu rizika kod odobravanja nenamjenskih kredita s rokom otplate dužim od pet godina s kriterijima za procjenu rizika kod odobravanja stambenih kredita. Od tada se rast nenamjenskih kredita počeo usporavati. Usporedno, program državnih subvencija za stambene kredite mlađih dobnih skupina povećava potražnju za stambenim kreditima pa se ukupna stopa rasta kredita stanovništvu stabilizirala na razini od 7% godišnje. Kod poduzeća se povećava potražnja za investicijskim kreditima. Rast ukupnih kredita poduzećima usporava unutar-sektorsko financiranje obrtnog kapitala, jer se povećana likvidnost koristi za financiranje prodaje robe i usluga kupcima uz produženi rok naplate. Ukoliko u 2020. izostanu jednokratni utjecaji ostalih čimbenika na kreditiranje poduzeća, stabilna bi potražnja trebala podići stopu rasta kredita poduzećima iznad 0% godišnje. Kod stanovništva se krajem 1. polugodišta očekuje obnova funkcionalnosti kreditnog registra. Uz planirano korištenje kreditnih izvještaja u 2. polugodištu 2020. rast kredita stanovništvu trebao bi se spustiti prema razini od 5% godišnje.

Pad kamatnih stopa na kredite povoljno se odražava i na omjer neprihodujućih u ukupnim kreditima. S objavom podataka za 3. tromjesečje provedena je usklađena povijesne serije podataka radi ujednačavanja metodologije izvještavanja s EU. Prema novoj metodologiji ukupan omjer neprihodujućih kredita na kraju 3. tromjesečja 2019. iznosi 6,03% uz tromjesečni pad za 1,22 postotna poena. U ovoj godini očekujemo nastavak smanjivanja omjera neprihodujućih kredita prema razini od 5%. Povoljna kretanja na portfelju neprihodujućih kredita imala su pozitivan utjecaj na profitabilnost poslovanja banaka. Ostvarena neto dobit banaka u prva tri tromjesečja 2019. na razini je ostvarenja u istom razdoblju lani. No, u posljednjem tromjesečju 2019. očekujemo jednokratni negativan utjecaj na rezultat zbog povećanih rezerviranja za rizike. U pet banaka se provodi proces ispitivanja kvalitete imovine (AQR) u kojem bi se mogla utvrditi potreba za dodatnim ispravicima vrijednosti imovine, što je jedna od ispitanih banaka već najavila (HPB). Dodatno, nakon posljednjih odluka viših instanci sudova u kolektivnoj parnici potrošača protiv banaka koje su im odobravale kredite vezane uz CHF izgledna su i povećana rezerviranja za troškove za sudske sporove. U 2020. očekujemo ostvarivanje dobiti na razinu iz prethodne godine.

Anton Starčević

Nova predsjednica ESB, nova očekivanja

- ESB službeno potvrdio stratešku reviziju monetarne politike
- FED zauzeo pasivni položaj po pitanju daljnje monetarne ekspanzije

Početak studenog prošle godine, Europsko vijeće imenovalo je **Christine Lagarde** novom predsjednicom **Europske središnje banke (ESB)** na osmogodišnji mandat. Povodom preuzimanja te dužnosti, Lagarde je odobrila nastavak Draghijeve monetarne politike, koja uključuje niske i negativne kamatne stope te programe kupnje imovine kao odgovor na prijetnju deflacije i nelikvidnosti financijskog sustava. Međutim, dolazak bivše izvršne direktorice MMF-a na mjesto predsjednice ESB-a popraćen je i nekim novim očekivanjima, koja su opravdana iz više razloga. Još za vrijeme mandata M. Draghija bilo je govora o reviziji trenutne strategije monetarne politike i definicije stabilnosti cijena, koja je sada službeno i potvrđena na zadnjem zasjedanju ESB-a u siječnju. Mjerenja stope inflacije sve više predstavljaju neizvjesnost, koja ponajprije proizlazi iz demografskih i inovacijskih trendova generiranih sve neravnomjernijim potrošačkim obrascima ponašanja. ESB također u fokus stavlja potencijalne dugoročne izravne i neizravne posljedice koje bi ekspanzivna monetarna politika mogla prouzročiti. Nadalje, pod Draghijevim okriljem stvorene su svojevrsne tenzije u Vijeću ESB-a kao i unutar samog ESB-a. Navedene napetosti su rezultat Draghijevog suzdržanog načina vođenja koje je također uzrokovalo sukobe između ostalih sudionika u krugovima ekonomske politike. Posljedično, od predsjednice Lagarde se po ovom pitanju očekuje manje tehokratski pristup. Nadolazeća politička i ekonomska uravnoteženost koju najavljuje predsjednica Lagarde također se veže za danas sve izraženije teme vezane uz klimatske promjene te "zelenu" monetarnu i ekonomsku politiku.

Europska središnja banka na zadnjem je zasjedanju navela kako namjerava zadržavati **kamatne stope** na trenutnim razinama, a po potrebi i nižim razinama dok god stopa **inflacije** ne krene prema ciljanom cjenovnom rasponu. Nastavak kupnje neto obveznica je također u planu dok god se ne zadovolji spomenuti kriterij inflacije. U ovoj godini, iako izraženiji, inflatorni pritisci će ostati potisnuti te ne bi trebali utjecati na promjenu trenutne ekspanzivne monetarne politike. Pri tome bi globalni ekonomski trendovi trebali podržati trenutne razine kamatnih stopa i time zaustaviti možebitno daljnje monetarno popuštanje.

Predsjednik **Fed-a** Jerome Powell nedavno je predstavio projekcije **kamatnih stopa**. Fed-ov Savezni odbor za otvoreno tržište primijetio je nekoliko potencijalnih rizika, međutim i dalje očekuje solidan ekonomski razvoj i napredak. Daljnja sniženja kamatnih stopa trenutno nisu planirana te se još uvijek čekaju puni efekti dosadašnjih smanjenja kamatnih stopa. Prema našem zaključku, Fed trenutno zauzima pasivni položaj i uzima predah u dosadašnjem ciklusu smanjenja kamatnih stopa. U slučaju slabijih ekonomskih podataka i pokazatelja, što je u sljedećih nekoliko mjeseci izvjesno, ne može se isključiti mogućnost nastanka brzog dogovora i novog "rezanja" kamatnih stopa. Također, većina monetarnih autoriteta će možda ipak razmisliti o iskorištavanju prilike monetarnog popuštanja prije ljetnih mjeseci iz razloga što će drugi dio godine obilježiti američki predsjednički izbori.

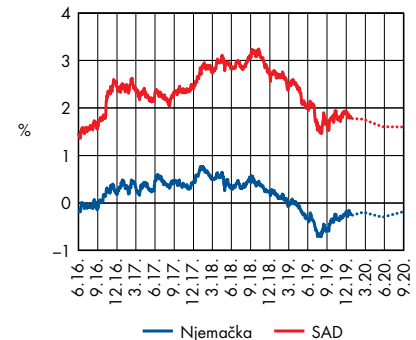
Prognoze kamatnih stopa

	trenutno*	ožu. 20.	lip. 20.	pro. 20.
Eurozona	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Velika Britanija	0,75	0,75	0,75	0,76
Švicarska	-0,75	-0,75	-0,75	
SAD	1,75	1,50	1,50	1,50

*na dan 22. siječnja, 14:30h

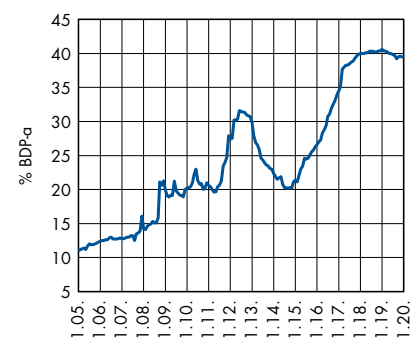
Izvor: Thomson Reuters, Raiffeisen istraživanja

10-godišnji prinos državnih obveznica



Izvori: Thomas Reuters, Raiffeisen istraživanja

Bilanca Fed-a



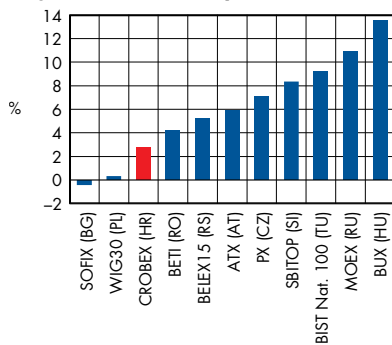
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Marko Barbić

Uzlet dioničkih tržišta nakon smirivanja geopolitičkih rizika

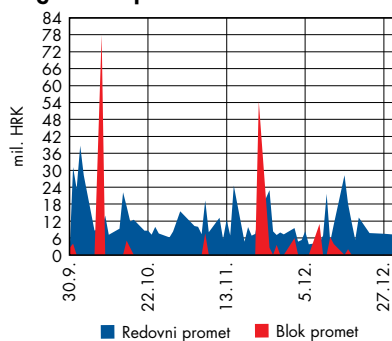
- Vlasničko preslagivanje Kraša obilježilo posljednje tromjesečje 2019. na Zagrebačkoj burzi
- Pozitivni izgledi za regionalna dionička tržišta u 2020.
- Niska likvidnost prepreka konkretnijem rastu CROBEX-a

Regionalni indeksi – prinosi*



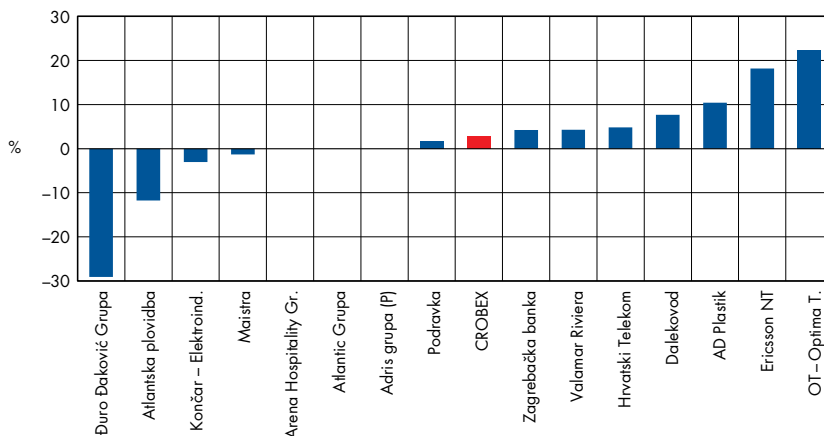
* u lokalnoj valuti na datum 30.12.2019. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dnevni promet dionicama na Zagrebačkoj burzi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

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



* povrati izračunati na datum 30.12.2019. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

U posljednjem tromjesečju 2019. regionalna su tržišta rastom uglavnom pratila zapadna tržišta, dok je gledano na godišnjoj razini slika dosta šarolika. Naime, tek su neka istočnoeuropska tržišta profitirala od povoljnog makroekonomskog okruženja, a razlozi šarolike izvedbe su ponajprije lokalne i sektorske prirode. Posljednje tromjesečje 2019. donijelo je solidan rast većine indeksa regije SIE, a jedino je bugarski SOFIX zabilježio pad vrijednosti. Dvoznamenkaste povrate ostvarili su mađarski BUX te ruski MOEX. BUX je profitirao zbog povoljne makroekonomske situacije, odnosno snažnog rasta BDP-a kao i rastućeg indeksa prerađivačkog sektora (PMI). Gledano na razini cijele 2019. uvjerljivi pobjednici među regionalnim indeksima bili su rumunjski BET indeks (+35%) te MOEX, koji je ojačao 29% na krilima snižavanja kamatnih stopa te dobre izvedbe dionica naftnog i financijskog sektora, koje imaju značajnu zastupljenost u indeksu. Unatoč snažnom rastu, ruski je indeks i dalje najatraktivnije vrednovan među indeksima regije SIE gledano prema očekivanom P/E omjeru (6,7x za 2020.), a ima i najviši očekivani dividendni prinos. Relativno je atraktivno vrednovan i mađarski BUX s očekivanim P/E omjerom za 2020. od 9,4x te očekivanim rastom zarada sastavnica od 13,5%. Pozitivan utjecaj na kretanja rumunjskog indeksa BET trebala bi imati izmijenjena izvanredna uredba kojom se ukida dodatno porezno opterećenje bankarskog odnosno financijskog sektora, ali i dalje je nejasno da li nova uredba uključuje i liberalizaciju cijena plina i električne energije. Ipak, treba imati na umu da je dio pozitivnih očekivanja za rumunjsko tržište već uračunat u cijene dionica.

Općenito gledano, s obzirom na vrlo dobru izvedbu regionalnih indeksa u četvrtom tromjesečju kao i atraktivne fundamente, izgledi kretanja na dioničkim tržištima regije SIE u trenutnim uvjetima čine se vrlo optimističnima, kako u prvom tromjesečju 2020., tako i do kraja godine. Naime, očekuje se početak oporavka industrijske proizvodnje na globalnoj razini, uz istovremeno ekspanzivnu monetarnu politiku unatoč snažnom gospodarskom rastu većine zemalja regije SIE. Također, dodatni pozitivni impuls trebala bi dati i pozitivna kretanja na vodećim svjetskim dioničkim tržištima, kojima u prilog ide i smanjenje nesigurnosti vezano za Brexit, te očekivani daljnji napredak u pregovorima Kine i SAD-a.

Nakon snažnog rasta u trećem tromjesečju, CROBEX se rastom od 2,7% smjestio pri dnu ljestvice regionalnih indeksa. Ukupno ostvareni redovni dionički promet u posljednjem tromjesečju 2019. bio je 62% viši u odnosu na isto razdoblje 2018., odnosno 16% niži u odnosu na treće tromjesečje 2019. Najtrgovanija dionica s

ukupnim prometom od 99 mil. kuna bila je ponovno dionica Kraša, zahvaljujući pojačanom trgovanju u listopadu i studenom kada je ciparska grupacija Kappa Star Limited pokušala steći kontrolni udio u kompaniji. Ipak, postizanjem dogovora između MI Braća Pivac i Kraš-ESOP o kupoprodaji i prijenosu dionica, MI Braća Pivac u studenom je stekla kontrolni dionički paket u Krašu, odnosno 49,19% dionica.

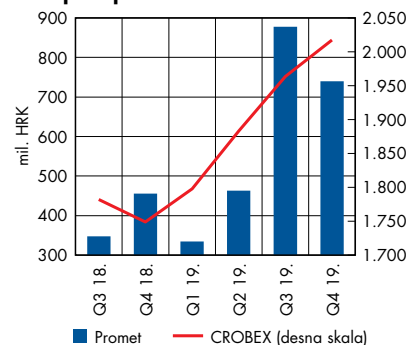
Među sastavnicama indeksa CROBEX dvoznamenkasti rast ostvarile su dionice Optima Telekom, Ericssona Nikola Tesla te AD Plastika. Dionica Optima Telekom porasla je u očekivanju početka procesa prodaje kompanije. Naime, do 31. siječnja 2020. Hrvatski Telekom mora započeti proces prodaje Optima Telekom, koju je 2014. godine, kada je završila u predstečaju, dobio na vremenski ograničeno upravljanje. S obzirom da je postupak prodaje pripremljen još sredinom 2019., uskoro bi trebale biti objavljene i konkretnije informacije o transakciji.

Dionice Ericssona NT i AD Plastika porasle su na krilima vrlo dobrih rezultata poslovanja u prvih devet mjeseci 2019. unatoč padu industrijske proizvodnje na izvoznim tržištima. Rast prihoda Ericssona NT rezultat je intenzivnog ulaganja hrvatskih telekom operatora u modernizaciju mreža te priprema za uvođenje 5G tehnologije, što bi i u godini pred nama trebalo osigurati nastavak solidnog rasta prihoda. U slučaju AD Plastika ključni su generatori rasta prihodi mađarskog društva Tisza Automotive te početak serijske proizvodnje novog Renault Twinga i Clia 5. U skladu s makrookruženjem dobre rezultate poslovanja ostvarile su i kompanije prehrambenog sektora, Podravka i Atlantic Grupa, kako u smislu prihoda od prodaje tako i profitabilnosti. Rast prihoda zabilježile su i turističke kompanije, iako po nešto nižim stopama, s obzirom na stagnaciju rasta potražnje za Hrvatskom kao turističkom destinacijom. S druge strane, primjetan je i rast operativnih troškova u turističkom sektoru.

Kako je skok likvidnosti u drugoj polovici 2019. bio uvelike potaknut pokušajem preuzimanja Kraša, što je također potaklo i rast prometa ostalim dionicama prehrambenog sektora, u prvom tromjesečju ove godine očekujemo povratak prometa na uobičajene razine. Eventualni poticaj moglo bi dati ponovno intenziviranje preuzimateljske aktivnosti. U tom smislu ističemo potencijalnu prodaju neke od kompanija Fortenova grupe, imajući na umu proces restrukturiranja koji je u tijeku i još uvijek vrlo visoku zaduženost kompanije. Općenito gledano, očekujemo blago pozitivno kretanje CROBEX-a u razdoblju pred nama, potaknuto prelijevanjem pozitivnog sentimenta sa stranih tržišta, ali smatramo da bez značajnijeg povećanja likvidnosti na domaćem dioničkom tržištu teško možemo računati s konkretnijim stopama rasta CROBEX-a. U skladu s makroekonomskim kretanjima, najpovoljnije izgleda i dalje imaju prehrambeni sektor te sektor turizma. Ipak treba imati na umu usporevanje rasta prihoda u turizmu kao i nedostatak radne snage te posljedično pritisak na rast plaća, koji bi trebao biti prisutan i u svim popratnim djelatnostima.

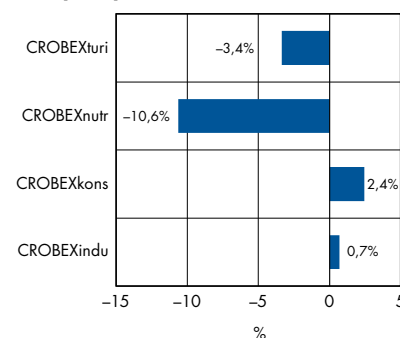
Ana Turudić

Tromjesečni redovni promet dionicama i CROBEX na kraju tromjesečja



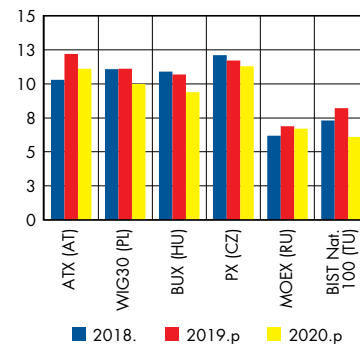
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati sektorskih indeksa u četvrtom tromjesečju 2019.



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

P/E omjer regionalnih dioničkih indeksa



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

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomika i financijska istraživanja

Zrinka Živković Matijević, direktorica; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr
 Elizabeta Sabolek Resanović, ekonomski analitičar; tel.: 01/46 95 099, e-adresa: elizabeta.sabolek-resanovic@rba.hr
 Silvija Kranjec, financijski analitičar; tel: 01/61 74 335, e-adresa: silvija.kranjec@rba.hr
 Ana Turudić, financijski analitičar; tel: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr
 Marko Barbić, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 427, e-adresa: marko.barbic@rba.hr

Anton Starčević, savjetnik predsjednika Uprave; tel.: 01/61 74 210; e-adresa: anton.starcevic@rba.hr

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

Robert Mamić, izvršni direktor; tel.: 01/46 95 076, e-adresa: robert.mamic@rba.hr

Urednik

Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih i financijskih istraživanja

Grafička priprema

SIBI obrt; OIB: 62606715155; I.B. Mažuranić 70, 10090 Zagreb

Nakladnik

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

Kratice

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

APP – eng Asset Purchase Programmes – program kupnje vrijednosnica ESB-a

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodana vrijednost

BoE – *Bank of England*

CDS – *Credit Default Swap*

CHF – švicarski franak

CIS – Zajednica neovisnih država

CPI – indeks potrošačkih cijena

DZS – Državni zavod za statistiku

e – procjena (*estimate*)

EMU – Ekonomska i monetarna unija

ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa

ESB – Europska središnja banka

EU – Europska unija

EUR – euro

ERM II – Eurospki tečajni mehanizam

Eurostat – Statistički ured Europske unije

f – prognoza (*forecast*)

Fed – *Federal Reserve System*

GBP – funta

god., g – godina

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HNB – Hrvatska narodna banka

HRK – kuna

HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

ILO – *International Labour Organisation*

JIE – zemlje Južne i Istočne Europe

kr – kraj razdoblja

m – mjesec

MF – Ministarstvo financija

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

OPEC – *Organization of the Petroleum Exporting Countries*

PDV – porez na dodanu vrijednost

PPP – *Purchasing power parity* (paritet kupovne moći)

pr – prosjek razdoblja

RBA – *Raiffeisen Bank Austria d.d. Zagreb*

SAD – Sjedinjene Američke Države

SE – zemlje Srednje Europe

SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe

SNB – *Swiss National Bank*

USD – američki dolar

ZIBOR – *Zagreb Interbank Offered Rates*

ZSE – *Zagreb Stock Exchange*

Publikacija je dovršena 24. siječnja 2020.

Publikacija odobrena od strane urednika: 29. siječnja 2020. u 8:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 29. siječnja 2020. u 10:00 sati

ISSN 1332-9391



Izjava o odricanju odgovornosti

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

Ekonomski istraživanja i Financijsko savjetovanje su organizacijske jedinice RBA.

Nadzorno tijelo: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Miramarska 24b, 10000 Zagreb i Hrvatska narodna banka, Trg hrvatskih velikana 3, 10000 Zagreb.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ova publikacija nije ponuda ili osobna preporuka za kupnju ili prodaju financijskog instrumenta. Informacije iznesene ovdje ne sačinjavaju potpunu analizu svih materijalnih činjenica vezanih za izdavatelja, industriju ili financijski instrument. Ova publikacija može sadržavati očekivanja i izjave u pogledu budućeg razdoblja što uključuje rizike i neizvjesnosti, ali time ne jamči ostvarivanje budućih rezultata u bilo kojem pogledu koje su sukladno tome podložne promjenama. U skladu s tim, nijedno jamstvo ili tvrdnja, iskazana ili implicirana, nisu stvarni i ne treba se oslanjati na pravičnost, točnost, cjelovitost ili ispravnost informacija i mišljenja iznesenih u ovoj publikaciji.

RBA analitičari sudjeluju u izradi redovitih analiza koje objavljuje i distribuira RCB, a tiču se kompanija navedenih u nastavku zajedno s datumom objave inicijalne analize:

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

Pregled Raiffeisen preporuka:

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

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

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

RBA je dio grupacije RBI. RBI je poslovna investicijska banka i ima sjedište u Austriji. Već 25 godina RBI djeluje u Srednjoj i Istočnoj Europi (SIE regiji) gdje ima mrežu banaka podružnica, leasing društava i brojnih drugih društava koja pružaju financijske usluge na 17 tržišta. Kao rezultat ovog položaja u Austriji i SIE regiji, RBI je uspostavio odnose i proširio ih u nekim slučajevima s kompanijama u sljedećim sektorima: nafta&plin, tehnologije, energija, nekretnine, telekomunikacije, financijske usluge, osnovni materijali, ciklični i ne-ciklični potrošački proizvodi, briga o zdravlju i industrija. RBI i/ili njegova povezana društva provodili su transakcije u vezi s proizvodima i uslugama (uključujući, ali ne isključivo, usluge investicijskog bankarstva) s izdavateljem iz analize, u proteklih 12 mjeseci. RBI i povezana društva uspostavili su organizacijske mjere koje su potrebne s pravnog stajališta i stajališta nadzora, a čije poštivanje prati Sukladnost (Compliance). Na sukobe interesa primjenjuju se pravna, fizička i druga ograničenja (koja se zajednički nazivaju "Kineski zidovi"), a njihova je svrha je ograničiti protok informacija između poslovnog područja/organizacijske jedinice unutar RBI, RBA, RCB te ostalih društava unutar grupe. Tako je npr. Investicijsko bankarstvo, koje obuhvaća aktivnosti korporativnog financiranja putem tržišta kapitala, odvojeno fizičkim i drugim barijerama od jedinica trgovanja te jedinica za istraživanje i analizu.

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

1. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje neto dugu ili kratku poziciju koja premašuje prag od 0,5 % ukupnog izdanog dioničkog kapitala izdavatelja.
2. Izdavatelj drži više od 5 % ukupnog izdanog dioničkog kapitala RBA ili bilo kojeg povezanog društva.
3. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije ima značajne financijske interese u odnosu na izdavatelja.
4. RBA ili bilo koje povezano društvo djeluje kao održavatelj tržišta (ili specijalist) ili drugi održavatelj likvidnosti za vrijednosne papire izdavatelja, kada je to primjenjivo.
5. RBA ili bilo koje povezano društvo je bilo tijekom prethodnih dvanaest mjeseci glavni voditelj ili suvoditelj postupka bilo koje objavljene ponude vrijednosnih papira izdavatelja u smislu usluge provedbe ponude odnosno prodaje vrijednosnih papira izdavatelja sa i bez obveze otkupa, kada je to primjenjivo.
6. RBA ili bilo koje povezano društvo je u bilo kojem drugom sporazumu s izdavateljem koji se odnosi na pružanje usluga investicijskog bankarstva, osim ako bi to značilo objavljivanje povjerljivih poslovnih informacija i da je sporazum bio na snazi prethodnih dvanaest mjeseci ili je tijekom istog razdoblja doveo do plaćanja naknade ili obećanja da će naknada biti plaćena, kada je to primjenjivo.
7. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je stranka sporazuma s izdavateljem koji se odnosi na izradu preporuke, kada je to primjenjivo.
8. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje vrijednosne papire izdavatelja koje je analizirao.
9. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je u Nadzornom odboru/Odboru direktora izdavatelja čije je poslovanje analizirao.
10. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je primio ili stekao vrijednosni papir izdavatelja prije javne ponude izdanja. U tom slučaju zahtijeva se pred-odobrenje transakcije s istaknutim datumom i kupovnom ili prodajnom cijenom.
11. Kompenzacija analitičara ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je povezana s davanjem usluga investicijskih usluga od strane RBA ili bilo kojeg povezanog društva.

Primjenjive napomene: Napomena br. 3, 4 i 5.

Portfelji analitičara i drugih fizičkih osoba koji su sudjelovali u izradi ove analize dostupni su na: <http://www.rba.hr/istrazivanja/portfelj-rba-analiticara>

Izjava analitičara: Financijska naknada autoru analize nije i neće biti povezana, izravno ili posredno, s preporukama ili stajalištima iznesenim u ovoj publikaciji niti ista ovisi o provedenim transakcijama.

RBA zaposlenici koji nisu sudjelovali u pripremi ove publikacije, ali su imali pristup istoj prije distribucije, nemaju značajan financijski interes u jednom ili više financijskih instrumenata izdavatelja koji su analizirani u publikaciji. RBA zaposlenici koji nisu sudjelovali u pripremi ove publikacije, a imaju pristup istoj prije distribucije, nisu u sukobu interesa u odnosu na izdavatelja koji su analizirani u publikaciji.

RBA ima odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga ("HANFA") za obavljanje svih poslova propisanih važećim Zakonom o tržištu kapitala i drugim važećim zakonima i podzakonskim propisima. Međutim, RBA je ovlaštena obavljati te poslove samo na teritoriju Republike Hrvatske, ne i drugdje. Ukoliko bi ova publikacija, u cijelosti ili djelomično, bila dostupna u bilo kojoj jurisdikciji osim Republike Hrvatske, treba je smatrati nepostojećom.

Ovaj dokument se ne smije distribuirati u UK, Japanu, Hong Kongu, Kanadi i SAD-u.