

RBAAnalize

broj 78
listopad 2020.

Jesen donosi neizvjesnost

- Sumornija očekivanja za 2020., ali i velike nade za 2021.
- Iznimno zahtjevna fiskalna godina
- Korak bliže euru
- Potraga za pobjednicima krize



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: DeymosHR

www.rba.hr

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

U iščekivanju povratka k normalni	5
---	---

Realni sektor

Jesen donosi neizvjesnost	6
---------------------------------	---

Platna bilanca, inozemni dug

Očekivano pogoršanje na podračunu usluga	8
--	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Korak bliže euru	9
------------------------	---

Središnje banke

Još dugo razdoblje visoke likvidnosti i niskih kamatnih stopa	11
---	----

Fiskalna politika i tržište duga

Još jedna izazovna godina... ..	12
---------------------------------	----

Financijski sustav

Pad profitabilnosti nije narušio stabilnost bankarskog sustava	14
--	----

Focus tema: Tehnološki sektor

Tehnološki sektor – opravdani optimizam ili novi špekulativni mjehur?	15
---	----

Tržište dionica

U očekivanju kraja koronakrize	17
--------------------------------------	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.f	2021.f	2022.f
BDP i proizvodnja									
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	-0,3	2,4	3,5	3,4	2,8	2,9	-9,4	5,1	3,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	43.423	44.636	46.644	49.262	51.979	54.270	48.854	51.504	53.480
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.251	10.607	11.180	11.928	12.706	13.343	12.099	12.860	13.464
Trgovina na malo, % promjena, realno	0,4	2,4	4,4	4,4	3,9	3,6	-6,4	4,5	3,5
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena	1,2	5,3	1,4	-1,0	0,5	0,5	-5,8	3,5	4,2
Cijene, nezaposlenost i proračun									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	-0,5	-0,6	1,2	0,8	1,3	1,4	0,1	1,0	1,5
% , prosjek	-0,2	-0,5	-1,1	1,5	0,8	0,8	0,0	0,9	1,5
Proizvođačke cijene ¹ , %, kraj razdoblja	-3,4	-4,4	-0,1	2,1	0,5	1,5	-1,8	-0,8	0,2
% , prosjek	-2,7	-3,9	2,1	2,3	0,8	0,8	-0,8	1,0	2,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	19,6	17,0	14,7	12,4	9,9	7,8	9,2	9,0	8,8
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	17,3	16,3	13,1	11,2	8,4	6,5	7,4	7,2	6,8
Prosječna neto plaća, u HRK	5.534	5.594	5.685	5.984	6.241	6.582	6.723	6.795	6.890
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-3,3	-3,3	-0,9	0,8	0,2	0,4	-7,1	-3,0	-0,8
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	280,6	286,4	283,8	285,0	286,2	292,9	319,7	329,0	333,6
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	84,7	84,3	80,8	77,5	74,3	72,8	87,1	83,6	81,1
Bilanca plaćanja i dug									
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	18.815	20.728	22.245	24.616	26.101	28.124	20.346	23.423	25.812
% promjena	6,2	10,2	7,3	10,7	6,0	7,8	-27,7	15,1	10,2
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	18.969	20.594	21.682	24.272	26.515	28.150	22.146	24.560	26.033
% promjena	2,1	8,6	5,3	11,9	9,2	6,2	-21,3	10,9	6,0
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ²	0,2	3,3	2,1	3,5	1,8	2,8	-0,5	0,4	0,4
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	12.688	13.707	13.514	15.706	17.438	18.560	17.800	18.000	18.500
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	8,0	8,0	7,5	7,8	7,9	7,9	9,6	8,8	8,5
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	2.309	30	370	460	1.041	1.237	300	800	1.000
Noćenja turista, % promjena	2,6	7,8	9,1	10,5	4,0	1,8	-52,0	68,4	45,0
Inozemni dug, mlrd. EUR	49,1	48,2	44,7	43,7	42,7	40,9	42,0	44,2	44,5
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	113,1	108,0	95,9	88,9	82,7	75,7	86,0	85,8	83,2
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	261,0	232,5	200,9	177,5	163,6	145,3	206,4	188,7	172,4
Financijski pokazatelji									
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	6,30	6,99	6,99	6,27	6,47	6,65	6,42	6,24	6,18
pr, USD/HRK	5,75	6,86	6,80	6,62	6,28	6,62	6,69	6,30	6,20
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,66	7,64	7,56	7,44	7,41	7,44	7,57	7,55	7,53
pr, EUR/HRK	7,63	7,61	7,53	7,46	7,42	7,41	7,55	7,52	7,53
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	63,4	70,7	83,5	99,4	120,0	137,2	161,8	177,2	185,0
% promjena	9,6	11,4	18,1	19,1	20,7	14,3	18,0	9,5	4,4
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	273,3	287,4	300,9	307,2	324,0	333,3	362,64	370,62	376,17
% promjena	3,2	5,1	4,7	2,1	5,5	2,9	8,8	2,2	1,5
Plasmani, mlrd. HRK, kr	237,0	230,0	221,5	218,9	223,2	229,5	243,30	247,92	253,38
% promjena	-1,6	-3,0	-3,7	-1,2	2,0	2,8	6,0	1,9	2,2
Kamatna stopa 3-mj. ⁴ , %, pr	1,0	1,2	0,9	0,6	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	1,86	1,50	0,95	0,41	0,09	0,08	0,06	0,06	0,06

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

BDP, realna godišnja promjena (%)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	48,9	46,0	59,1	59,8
Mađarska	71,0	66,4	76,4	79,0
Češka	32,6	30,2	37,6	41,0
Slovačka	49,5	48,0	64,0	65,0
Slovenija	70,4	66,6	63,5	60,1
SE	52,0	45,9	60,4	61,8
Hrvatska	74,3	72,8	87,1	83,6
Bugarska	22,1	19,9	25,0	25,0
Rumunjska	34,7	35,2	45,8	48,8
Srbija	53,8	50,1	59,0	55,1
BiH	34,2	32,9	38,0	37,0
Albanija	69,0	66,5	80,2	75,0
JIE	40,8	40,1	49,9	50,4
Rusija	13,0	13,2	13,2	13,2
Ukrajina	59,9	54,5	59,0	55,0
Bjelorusija	35,2	33,7	33,6	33,2
IE	17,5	17,2	17,5	17,2
Austrija	74,0	70,5	86,0	85,8
Njemačka	61,9	59,8	78,9	n.v.
Eurozona	85,8	84,1	101,0	97,0
SAD	105,2	106,8	128,0	129,5

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	64,5	59,8	59,0	54,9
Mađarska	78,1	71,3	80,7	78,0
Češka	81,6	77,5	87,3	86,7
Slovačka	102,2	108,3	117,1	115,9
Slovenija	92,0	95,1	95,9	96,5
SE	61,1	56,9	59,3	57,0
Hrvatska	82,7	75,8	86,0	85,8
Bugarska	59,1	56,2	64,7	59,8
Rumunjska	48,8	47,5	53,0	51,9
Srbija	60,1	56,6	65,4	59,8
BiH	65,5	63,1	71,7	68,6
Albanija	65,5	60,5	64,7	61,9
JIE	56,9	54,1	60,9	58,8
Rusija	27,3	28,2	32,2	29,7
Ukrajina	87,6	75,4	82,6	77,9
Bjelorusija	65,4	65,1	73,8	84,0
IE	32,7	33,2	38,1	35,5
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	124,5	123,8	139,0	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjeak)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	4,26	4,30	4,44	4,40
Mađarska	319	325	350	357
Češka	25,6	25,7	26,4	25,6
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
Hrvatska	7,42	7,42	7,54	7,52
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,65	4,75	4,84	4,94
Srbija	118	118	118	118
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	128	123	124	123
Rusija	74,0	72,4	81,3	85,5
Ukrajina	32,1	28,9	30,4	32,7
Bjelorusija	2,41	2,34	2,78	3,51
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	euro	euro	euro	euro
SAD	1,18	1,12	1,13	1,19

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Rejting*

	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	A-	A2	A-
Mađarska	BBB	Baa3	BBB
Češka	AA-	A1	A+
Slovačka	A+	A2	A+
Slovenija	AA-	A3	A
Hrvatska	BBB-	Ba2	BBB-
Bugarska	BBB	Baa1	BBB
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Srbija	BB-	Ba3	BB-
BiH	B	B3	NR
Albanija	B+	B1	NR
Rusija	BB+	Ba1	BBB-
Ukrajina	B-	Caa2	B-
Bjelorusija	B-	Caa1	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

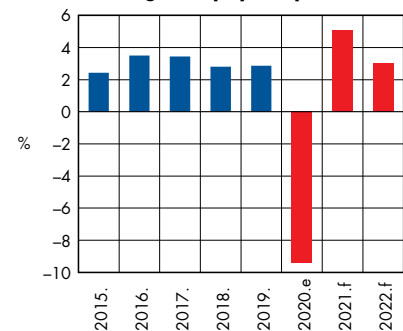
U iščekivanju povratka k normalni

Nakon potonuća u drugom tromjesečju, glavna turistička sezona donijela je dašak optimizma i predah pred već sada jasnu vrlo tešku i neizvjesnu jesen, ali i zimu. Naime, nagli prekid sezone i rast infekcija diljem Europe pred kraj trećeg tromjesečja nagovijestili su da mjeseci pred nama donose popriličnu neizvjesnost. Štoviše projicirani oporavak u posljednjem tromjesečju za nekolicinu država EU izložen je visokim negativnim rizicima, a u slučaju vrlo izglednih snažnih restriktivnih epidemioloških mjera pad gospodarstava i u razdoblju od listopada do prosinca nije isključen. Uz visoke fiskalne poticaje i nastavak ekstremno ekspanzivnih monetarnih politika kreatori ekonomskih politika nastoje ublažiti ekonomske i socijalne posljedice pandemije. I dok je vremenski rok korištenja fiskalnih poticaja ograničen razinom javnog duga i varira od države do države, monetarna politika prema sadašnjim projekcijama i u euro području i u SAD-u izgledno ostaje ekspanzivna bez ugroze od ionako potisnute inflacije. Negativne kamatne stope, prisutne više od pola desetljeća, postale su i ostat će realnost europskog tržišta.

U takvim uvjetima, potraga za bilo kakvim prinosima omogućavat će i državama s "lošijim rejtingima" poput Hrvatske vrlo lagano zadovoljavanje potreba za refinanciranjem i u 2021. Uz to, velike nade polažu se u raspoloživa europska sredstva koja bi mogla biti jedan od čimbenika oporavka. Međutim, bez obuzdavanja pandemije i bez povratka turista, Hrvatska teško može dosegnuti visoke stope rasta. Razlog leži u visokoj ovisnosti o turizmu, koja među ostalima određuje i raspoloživi dohodak kućanstava. Tijekom 2020. on je donekle sačuvan izdašnim potporama Vlade za zaposlenike u djelatnostima pogođenima COVID-om. Uz snažan pad prihoda i rast rashoda samo u fiskalnoj statistici trošak pandemije približava se 30 milijardi kuna. Naravno, navedeno uzrokuje i snažan rast javnog duga koji će samo u jednoj fiskalnoj godini istopiti svu fiskalnu konsolidaciju prethodnih godina i dosegnuti povijesno najvišu vrijednost. Po završetku krize smatramo da će upravo održivost javnih financija i dosadašnjeg modela rasta ponovno doći u fokus. S pozitivne strane na premiju rizika države svakako će djelovati ulazak Hrvatske u Europski tečajni mehanizam 2 i težnja da u što skorijem roku prihvatimo euro kao jedinstveno sredstvo plaćanja. Brzina i pozitivan učinak svakako će biti veći ako Hrvatska provede reforme na koje se obavezala. A do tada stabilnost tečaja ostaje glavno sidro monetarne politike.

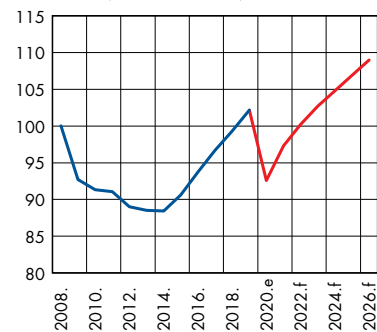
Dionička tržišta s obje strane Atlantika obilježila je izražena volatilitnost, pri čemu su dionički indeksi uglavnom bilježili pozitivna kretanja predvođeni dionicama tehnološkog sektora, koje su dostizale rekordne vrijednosti. Vodeći europski dionički indeksi pritom su za bilježili lošiju izvedbu od referentnih američkih indeksa, a jedan od razloga je i slabija zastupljenost tehnološkog sektora u sastavu indeksa. Razdvajanje trendova na razini realne ekonomije i dioničkog tržišta u SAD-u utjecalo je kod dijela tržišnih dionika na preispitivanje opravdanosti visokih valuacija kompanija iz tehnološkog sektora i njima srodnih kompanija iz ostalih sektora. Upravo navedeno obrađujemo u fokus temi naših listopadskih analiza.

BDP, realna godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Realni BDP (2008. = 100)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Kamatne stope, prosjek

%	2020.	2021.	2022.	2023.
ESB referentna stopa*	0,00	0,00	0,00	0,00
Depozitna stopa	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Eonia	-0,45	-0,45	-0,45	-0,45
Euribor 1 mj.	-0,50	-0,45	-0,40	-0,40
Euribor 3 mj.	-0,40	-0,40	-0,35	-0,30
Euribor 6 mj.	-0,35	-0,35	-0,30	-0,25
Euribor 12 mj.	-0,25	-0,30	-0,25	-0,10
DE prinos 2-god.	-0,70	-0,75	-0,70	-0,60
DE prinos 5-god.	0,70	-0,65	-0,50	-0,25
DE prinos 10-god.	-0,45	-0,35	-0,25	0,05
De prinos 30-god.y	0,05	0,25	0,45	0,75

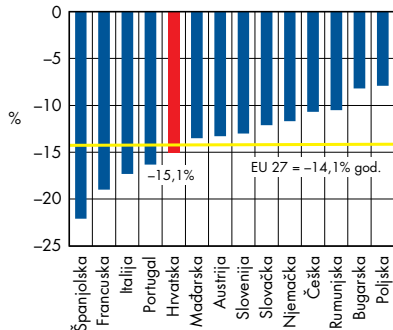
* glavne operacije refinanciranja, DE – njemački
Izvor: RBI/Raiffeisen istraživanja

Zrinka Živković Matijević

Jesen donosi neizvjesnost

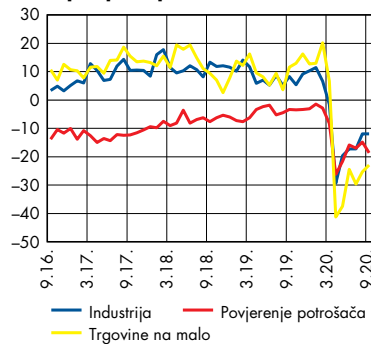
- Snažan pad u drugom tromjesečju
- Solidna turistička sezona
- Sumornija očekivanja za posljednje tromjesečje

Q2 2020 – BDP, godišnja realna promjena*



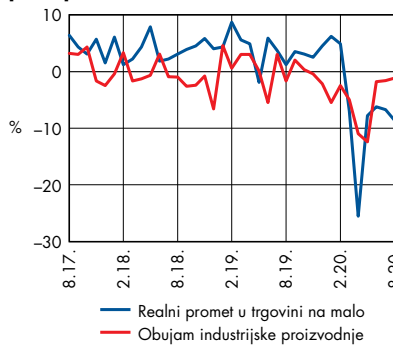
*Sezonski i kalendarski prilagođeni podaci
Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Indeksi povjerenja



Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Trgovina na malo i industrija, god. promj.



Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

Zatvaranje gospodarstva tijekom većeg dijela drugog tromjesečja zbog pandemije COVID-19 u konačnici je rezultiralo snažnim padom BDP-a. Realna stopa pada od 14,9% u odnosu na prvo tromjesečje te 15,1% u odnosu na isto razdoblje prošle godine najviša je od 1995., odnosno od kada se počela provoditi tromjesečna procjena BDP-a. S izuzetkom državne potrošnje sve sastavnice zabilježile su snažan dvoznamenkasti pad pri čemu je najveći negativan doprinos ostvaren padom izvoza roba i usluga te smanjenjem osobne potrošnje. Promatrano prema djelatnostima očekivano snažan negativan doprinos smanjenju bruto dodane vrijednosti došao je od trgovine na veliko i na malo, prijevoza i skladištenja te djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane. S druge strane javna uprava i obrana, informacije i telekomunikacije te građevinarstvo jedine su djelatnosti koje su uspjele zabilježiti blage, ali ipak pozitivne godišnje realne stope rasta.

Već s popuštanjem epidemioških mjera tijekom lipnja, a osobito tijekom ljetnih mjeseci došlo je do opravka većine djelatnosti. Prvi visokofrekventni pokazatelji potvrđuju da će treće tromjesečje zabilježiti rast u odnosu na razdoblje od ožujka do lipnja, ali na godišnjoj razini neizbježan je razmjerno visoki pad BDP-a (od oko 10%). Posljedica je to dominantno kretanja u uslužnim djelatnostima koja ni tijekom ljetnih mjeseci nisu uspjela nadomjestiti gubitke prouzrokovane zatvaranjem gospodarstva, a i turistička potrošnja zamjetno je niža na godišnjoj razini. Naime, iako su rezultati turističkih dolazaka i noćenja donijeli pozitivno iznenađenje budući da je tijekom srpnja i kolovoza ostvareno gotovo 50 odnosno 60% prošlogodišnjeg rezultata, potrošnja turista zasigurno je bila suzdržanija. Na navedeno upućuju i podaci o realnom prometu u trgovini na malo koji još uvijek nisu dosegli rezultate iz razdoblja prije početka pandemije. Uz to već sredinom kolovoza preporuke i mjere s nekih naših najvažnijih emitivnih tržišta otežale su putovanja i naglo skratile sezonu. Bio je to svojevrsni uvod u neizvjesnost koju je donijela jesen pa već preliminarni podaci za post sezonu ukazuju na pad noćenja turista i preko 60%. Posljedično došlo je i do pogoršanja u očekivanjima potrošača. Naposljedku, ne treba zanemariti ni činjenicu da unatoč pomaku na tromjesečnoj razini obujam industrijske proizvodnje kontinuirano bilježi godišnje stope pada od studenog 2019. Uz ionako nisku konkurentnost industrija je dodatno pogođena smanjenom inozemnom potražnjom i otežanim protokom roba na jedinstvenom tržištu EU.

Za razliku od proljetnih prognoza očekivanja za posljednje tromjesečje manje su optimistična. Uz porast broja novozaraženih osoba u Hrvatskoj i diljem Europe raste neizvjesnost koja uvelike koči povratak k normalnom poslovanju, ali odgađa i odluke o možebitnom investiranju ili potrošnji. Na to upućuju i indeksi povjerenja i očekivanja koji ni tijekom ljeta nisu dosegli razine iz 2019. godine, a već je rujanska statistika pokazala zamjetno pogoršanje. Dakle, vrlo je izgledan snažan pad gospodarstva i u posljednjem tromjesečju pri čemu se glavni pokretači takvih kretanja neće promijeniti. Uslužne djelatnosti sa strane ponude te osobna potrošnja sa strane potražnje trebali bi i u posljednjem tromjesečju najviše doprinositi negativnim kretanjima. Očekujemo nastavak pada izvoza roba i

usluga, ali i niži uvoz. Pad će ponovno ublažavati državna potrošnja, djelatnosti informacija i telekomunikacija te u manjoj mjeri građevinarstvo.

Snažan pad gospodarske aktivnosti međutim nije popraćen zamjetnim pogoršanjem na tržištu rada koje izdašnu potporu i dalje nalazi u Vladinim mjerama. Od početka pandemije isplaćeno je 6,85 milijardi kuna za različite mjere očuvanja radnih mjesta usmjerenih uglavnom prema zaposlenicima malih i mikro poduzetnika. Mjere potpora u izmijenjenom obliku produljene su do kraja godine pa statistika tržišta rada neće ni u posljednjem tromjesečju zrcaliti kretanja u realnom sektoru.

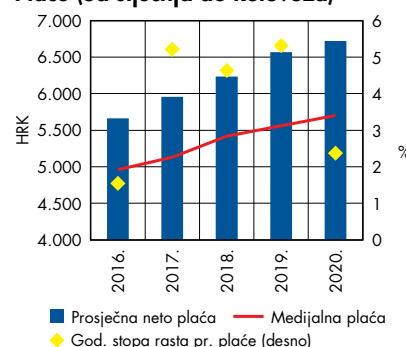
Prosječna stopa nezaposlenosti u prva tri tromjesečja od 8,9% tek je 1,1 postotnih bodova viša u odnosu na isto razdoblje 2019., dok je broj osiguranika pri HZMO-u u prosjeku niži tek 1,2%. Ipak, treba istaći da je višegodišnji pad broja nezaposlenih i rast zaposlenih zaustavljen, a broj nezaposlenih osoba tijekom drugog tromjesečja 30% viši nego u istom razdoblju lani. Izravna je to posljedica jakog negativnog utjecaja pandemije na djelatnosti usluga (osobito turizam). U međuvremenu prosječne neto isplaćene plaće nastavljaju s rastom, ali dominantno predvođene rastom plaća u javnom sektoru. Rast plaća u državnom i javnom sektoru dogovoren krajem 2019. omogućio je službenicima i namještenicima državnih i javnih službi povećanje osnovice za obračun plaće u tri navrata po 2% tijekom 2020. Uz to, podsjetimo da je od početka godine povećana i zakonski utvrđena minimalna plaća.

Posljednje tromjesečje uz sezonski rast broja nezaposlenih donijet će porast nezaposlenosti i pad zaposlenosti uslijed nastavka krize. Unatoč tome neće doći do naglog i drastičnog pogoršanja koja bi sugerirala kretanja u realnom sektoru. Nadalje, očekujemo da će statistika plaća potvrditi rast na godišnjoj razini. Ipak, ukoliko bi se neizvjesnost uzrokovana nepredvidivim razvojem pandemije nastavila, moguće je očekivati jaču korekciju plaća u privatnom sektoru dok će javni sektor, po već unaprijed definiranom dogovoru iz boljih vremena, zabilježiti nastavak rasta plaća.

Početak oporavka pomaknuli smo prema kraju prvog tromjesečja 2021. pri čemu ostajemo pri očekivanju da on neće biti ni brz ni snažan s obzirom na negativan utjecaj krize na realni sektor i na očekivanja koja utječu i na potrošnju i na investicije. Uz to, brza realokacija resursa, promjena strukture ekonomije te uvjeti poslovanja neće se promijeniti u kratkom roku. Stoga će se oporavak naslanjati na ponovno oživljavanje turizma, osobnu potrošnju i investicije podrptе sredstvima iz EU. Naposljetku, nakon pada od 9,4% u 2020. prognozirana je stopa rasta od 5,1% u 2021. godini. I dok su rizici za 2020. uravnoteženi, za 2021. prognoza je izložena visokim negativnim rizicima. Projekcija se name, osim na učinku baznog razdoblja, temelji na obuzdavanju pandemije do početka predsezona i snažnoj iskoristivosti potencijalno raspoložih sredstava iz Europske unije, osobito na izdašna sredstva u okviru *Next Generation EU* (9,4 mlrd eura). Fokus nacionalnog Instrumenta za oporavak i otpornost, koji je uvertira povlačenju sredstava, zasigurno će biti na zdravstvenom sustavu, pružanju likvidnosti malim i srednjim poduzećima, ulaganjima, javnoj upravi i pravosuđnom sustavu. Najveći izazovi i dalje ostaju projektni kapaciteti za povlačenje dostupnih sredstava.

Zrinka Živković Matijević

Plaće (od siječnja do kolovoza)



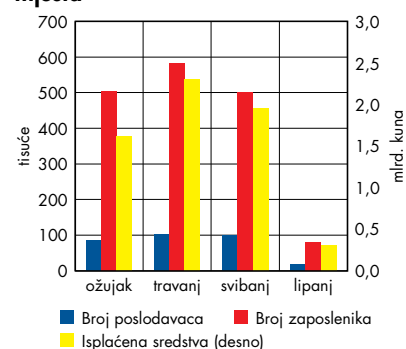
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Korisnici potpora za očuvanje radnih mjesta

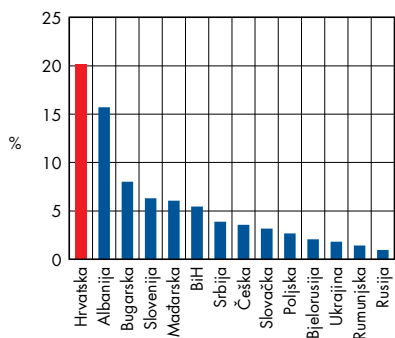


Izvori: HZZ, Raiffeisen istraživanja

Očekivano pogoršanje na podračunu usluga

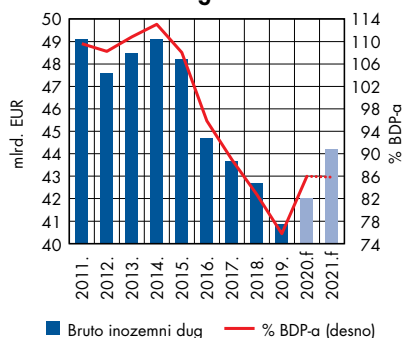
- Optimizam u vidu EU sredstava
- Rast bruto inozemnog duga

Prihodi od turizma*



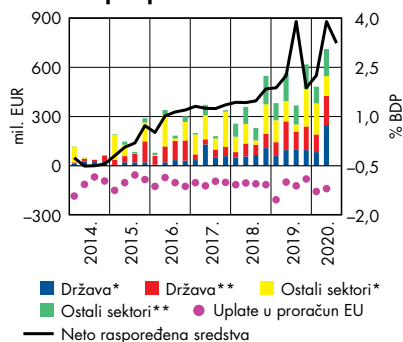
* u 2017.
Izvori: Svjetska banka, Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Transakcije s proračunom EU-a



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

Manjak na tekućem računu bilance plaćanja u drugom je tromjesečju, očekivano, produbljen pri čemu je kumulativno u razdoblju od trećeg tromjesečja 2019. do drugog tromjesečja 2020. zadržan suficitarni saldo koji se spustio na 3,5% BDP-a. Uključujući i kapitalni račun on je iznosio 5,6% BDP-a. Pogoršanje salda u međunarodnoj razmjeni RH s inozemstvom posljedica je slabijih kretanja na računu usluga odnosno snažnog pada neto izvoza usluga, posebice prihoda od turizma dok je kod ostalih podračuna zabilježeno poboljšanje. Na razini cijele 2020., kao posljedica snažnog pada domaćeg gospodarstva kao i nepovoljnih međunarodnih kretanja, očekujemo manjak na tekućem računu bilance plaćanja na razini oko 0,5% BDP-a. U našim očekivanjima, obzirom na recentna događanja uslijed pandemije, prevladavaju negativni rizici. Visoka ovisnost hrvatske ekonomije o turizmu implicira i značajan (negativni) utjecaj dinamike kretanja prihoda od turizma na koji utječe epidemiološka slika u Hrvatskoj kao i na emitivnim tržištima. Kretanja na podračunu roba također su izložena negativnim rizicima koji se, gledano s izvozne strane, odnose na dinamiku inozemne potražnje vanjskotrgovinskih partnera dok je uvozna komponenta određena brzinom oporavka osobne potrošnje, investicijskih aktivnosti te izvoza usluga. Uslijed kontrakcije globalnog gospodarstva i prihodi od doznaka iz inozemstva, nakon stalnog rasta u posljednjih pet godina, zabilježit će smanjenje. Rast neto priljeva iz transakcija s proračunom EU trebali bi djelovati u pozitivnom smjeru što bi trebalo uključivati i pakete pomoći EU namijenjene za suzbijanje posljedica uzrokovanih aktualnom pandemijom. U godini pred nama, s početkom oporavka, pri čemu posebno očekujemo poboljšana kretanja u djelatnostima povezanim uz turizam odnosno rast izvoza usluga, očekujemo povratak, iako skromnih, pozitivnih stopa rasta.

Ekonomski šok izazvan pandemijom utječe i na kretanje bruto inozemnog duga. Uz blago povećanje u apsolutnom iznosu, snažan pad gospodarske aktivnosti podignuo je relativni pokazatelj vanjske zaduženosti do razine od gotovo 80% BDP-a na kraju prve polovice 2020. Posljedica je to u najvećem dijelu rasta zaduživanja središnje države, odnosno prema navodima iz središnje banke, rezultat je transakcija na sekundarnom tržištu, pri čemu su strani institucionalni ulagači otkupili dio državnih obveznica od domaćih vjerovnika. S druge strane, središnja banka i ostali domaći sektori (poduzeća) poboljšali su svoje inozemne pozicije poboljšanjem na stavkama kredita. Očekujemo da će bruto inozemni dug do kraja godine preskočiti 85% BDP-a na što će najviše utjecati pad gospodarstva. Tako je, uz pogoršanja na računima platne bilance te rast ino duga zaustavljen dugoročni trend smanjivanja vanjskih neravnoteža Hrvatske. U tom kontekstu pojačavaju se rizici za vanjsku poziciju što otvara pitanje stabilnosti i zadržavanja kreditnog rejtinga u investicijskom razredu. Očekujemo da će Hrvatska, podržana i nastavkom ekspanzivnih monetarnih politika vodećih središnjih banaka nastaviti podmirivati svoje inozemne obveze uz povoljne uvjete financiranja. S početkom oporavka u godini pred nama i poboljšanjem odnosa s inozemstvom očekujemo i smanjenje bruto inozemnog duga u apsolutnom i relativnom izrazu.

Elizabeta Sabolek Resanović

Korak bliže euru

- Hrvatska u ERM2, HNB u bliskoj suradnji s ESB-om
- Rast EUR/HRK prema kraju godine, ali i dosljednost politike stabilnog tečaja

Nakon iznimno nestabilnog drugog tromjesečja već sami početak srpnja donio je niz umirujućih vijesti. Najznačajnija među njima bila je vijest da je 10. srpnja 2020. Hrvatska ušla u **Europski tečajni mehanizam 2**, a Hrvatska narodna banka u blisku suradnju s Europskom središnjom bankom čime je Hrvatska pristupila **bankovnoj uniji**. Time je ostvaren ključan, ali ne i jedini korak ka uvođenju eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja.

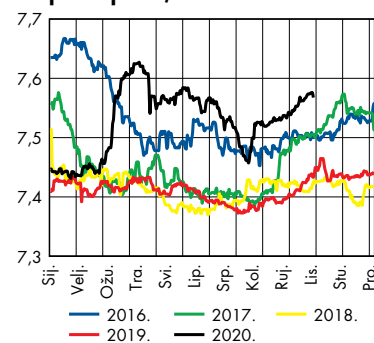
I prije navedenog dana tečaj EUR/HRK imao je blagi, ali jasan trend laganog pada održavajući ne samo smirivanje epidemiološke situacije, već i jasan odgovor središnje banke koja je očekivano ostala dosljedna politici stabilnog tečaja kune u odnosu na euro. Uz to ne treba ni zanemariti potporu ESB-a kroz dogovoreni *valutni swap* koji je u međuvremenu produljen do 30. lipnja 2021. Srpanj i pozitivna očekivanja glede turističke sezone za posljedicu su imali jačanje aprecijacijskih pritisaka na domaću valutu. Međutim srednji tečaj na tečajnici HNB-a nije se spuštao ispod 7,455 kuna za euro. Naime, potražnja za kunama tijekom ovogodišnje središnje turističke sezone bila je zamjetno lošija, dijelom zbog značajno manjih dolazaka i noćenja gostiju, a dijelom i zbog niže potrošnje gostiju. Bilo je to razmjeno kratko razdoblje jačanja kune budući da su već polovicom kolovoza povratak epidemioloških preporuka i mjera kod hrvatskih najvažnijih emitivnih tržišta i nagli prekid turističke sezone vratili neizvjesnost poguravši tečaj prema razinama s početka tromjesečja. Prosječni tečaj kune u odnosu na euro u trećem je tromjesečju iznosio 7,52 što je njegova najviša razina u posljednjih pet godina. Listopad je donio samo nastavak laganog, ali postojanog rasta tečaja EUR/HRK i polagano približavanje psihološkoj granici od 7,60 kuna za euro.

Do kraja godine očekujemo nastavak pritisaka na slabljenje kune, uz raspon trgovanja, između 7,57 i 7,62 kune za euro. Sasvim je izvjesno da će u slučaju jačih pritisaka HNB intervenirati na tržištu, za što ima više nego adekvatnu razinu međunarodnih deviznih pričuva. One su se u međuvremenu, nakon topljenja u drugom tromjesečju, vratile na preko 18 milijardi eura zahvaljujući i direktnim transakcijama s državom koja je prikupljena sredstva od inozemnog izdanja izravno konvertirala kod središnje banke.

Hrvatska u Europskom tečajnom mehanizmu 2 mora provesti najmanje dvije godine te tijekom sudjelovanja ispuniti i ekonomske kriterije konvergencije koji među ostalim uključuju i pridržavanje uobičajenih granica fluktuacije nominalnog tečaja ($\pm 15\%$) oko utvrđenog paritetnog tečaja (7,53450 kuna za euro). Navedeni raspon oko paritetnog tečaja značio bi slobodno fluktuiranje između 6,4 i 8,7 kuna za euro, ali predviđamo da će središnja banka biti jako osjetljiva na granice fluktuacije između $\pm 2,5\%$ odnosno 7,35 i 7,72 kuna za euro. Osim toga, povijesno gledano, upravo unutar navedenog raspona kretala se kuna u posljednjih 27 godina.

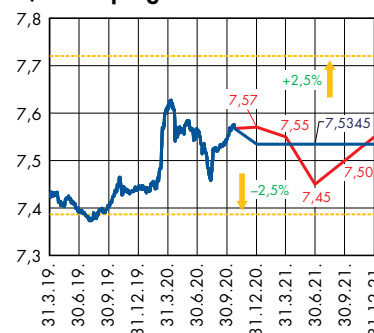
U slučaj ostvarenja prognoza za 2021., u prvom redu pretpostavki o oporavku u sljedećoj godini, očekujemo više pritiske u smjeru jačanja domaće valute i po-

Srednji tečaj EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

EUR/HRK s prognozama

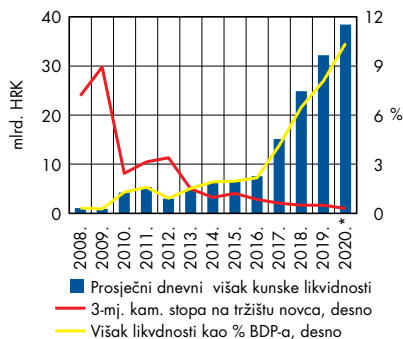


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Država	Ulazak u ERM2	Uvođenje eura	Vrijeme u ERM2 (god.)
Grčka	1.1.1999.	1.1.2001.	2,0
Slovenija	28.6.2004.	1.1.2007.	2,5
Cipar	2.5.2005.	1.1.2008.	2,7
Malta	2.5.2005.	1.1.2008.	2,7
Slovačka	28.11.2004.	1.1.2009.	3,1
Estonija	28.6.2004.	1.1.2011.	6,5
Latvija	2.5.2005.	1.1.2014.	8,7
Litva	28.6.2004.	1.1.2015.	10,5
Bugarska	10.7.2020.	/	/
Hrvatska	10.7.2020.	/	/

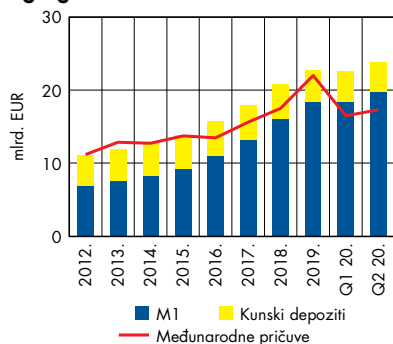
Izvor: nacionalni izvori, ESB, Raiffeisen istraživanja

Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti



*do 21. listopada 2020.
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Međunarodne pričuve i monetarni agregati



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

vratka uobičajenih sezonskih fluktuacija. Razloge prevladavanja aprecijacijskih pritiska valja tražiti u očekivanoj i možebitnoj realizaciji priljeva sredstava iz EU i oporavku koji će se ponovno oslanjati na turizam i priljev deviza po toj osnovi. Tečaj po kojem će Hrvatska prihvatiti euro vjerojatno će biti paritetni tečaj utvrđen 10. srpnja 2020. budući da je isti ocijenjen kao fer vrijednost hrvatske kune u odnosu na euro. Za jesen je najavljena i objava Nacionalnog plana zamjene hrvatske kune eurom koji će definirati niz aktivnosti.

Prihvatanje eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja Vladin je strateški cilj pri čemu je najraniji datum ulaska u euro područje 1. siječnja 2023. godine. Iz trenutne perspektive najizazovniji će svakako biti fiskalni kriteriji i jačanje institucionalnog okruženja koje bi trebalo biti vidljivo ukoliko se provedu reforme na koje smo se obvezali ulaskom u ERM2.

Pandemija je uvelike utjecala na pogoršanje fiskalnih pokazatelja pa ispunjavanje fiskalnih kriterija nominalne konvergencije u ciljanom roku uvelike ovisi o početku i dinamici oporavka gospodarstva. Smanjenje deficita proračuna opće države ispod 3 posto BDP-a i pad javnog duga u odnosu na BDP u kratkom razdoblju moguće je ostvariti samo ukoliko gospodarstvo započne s rastom budući da se proračun uvelike oslanja na oporezivanje potrošnje, dok je rashodna strana uvelike opterećena rigidnim izdacima. Snaga institucionalnog okruženja još je jedan važan činitelj u analizi održivosti ekonomske integracije i konvergencije, a ona iz godine u godinu pokazuje da je u Hrvatskoj unatoč određenom napretku kvaliteta institucija i upravljanja tvrdoglavo među najslabijima u EU. Jačanjem institucionalnog okruženja jača se sposobnost za dugoročni rast, a niz izvješća o konvergenciji naglašava da su pred Hrvatskom osobiti izazovi u ovom području. Neispunjavanje nekih od kriterija značilo bi odgodu i dulji ostanak u ERM2 koji je kod nekih država potrajao i dulje od desetljeća. Bez obzira na sve smatramo da će i u razdoblju sudjelovanja u ERM2 monetarna politika ostati dosljedna politici stabilnog tečaja te bi u cijelom projekcijskom razdoblju poprilično ekspanzivna trebala podržavati visoku likvidnost i niske kamatne stope. Pritom glavni cilj monetarne politike, stabilnost cijena neće biti ugrožen, budući da bi inflacija mjerena potrošačkim cijenama trebala ostati potisnuta.

Nakon rasta u prvim mjesecima ove godine potrošačke cijene su već u ožujku usporile s rastom, a od travnja u prosjeku poprimile negativnu vrijednost pod snažnim utjecajem pada cijena energije, prvenstveno naftnih derivata. Zrcalna je to slika kretanja cijena sirove nafte na svjetskim robnim tržištima koje su na godišnjoj razini i tijekom drugog i trećeg tromjesečja ostale od 25 do 30% nižim razinama. Uzroke takvih kretanja treba tražiti u ekonomskim posljedicama pandemije koje neminovno dovode no niže potražnje.

Posljednje tromjesečje trebalo bi prema našim očekivanjima donijeti stagnaciju do vrlo blagi pad potrošačkih cijena na godišnjoj razini pa bi u osnovnom scenariju u odnosu na 2019. u ovoj godini trebali zabilježiti stagnaciju potrošačkih cijena. Međutim, šok ponude i zamjetno niža potražnja sugeriraju da su ove procjene izložene negativnim rizicima. Konvergencija cijena usluga ka europskom prosjeku blago će usporiti, dok će razina cijena energije i dalje biti na zamjetno nižim razinama u odnosu na 2019. S oporavkom gospodarstva 2021. očekujemo povratak umjerenog rasta cijena.

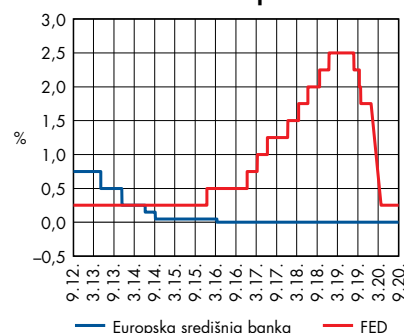
Zrinka Živković Matijević

Još dugo razdoblje visoke likvidnosti i niskih kamatnih stopa

- ESB – referentne kamatne stope na trenutnim razinama barem do 2024.
- Fed – stabilnost cijena i puna zaposlenost

Pravovremenim usvajanjem sveobuhvatnog paketa mjera za suzbijanje posljedica, ESB je spremno dočekala krizu prouzročenu COVID-19 pandemijom. Prema deklariranom cilju koji se odnosi na stvaranje adekvatnih uvjeta za neometano funkcioniranje financijskih tržišta te osiguranje povoljnih uvjeta financiranja za realnu ekonomiju, Europska središnja banka nastavila je politiku niskih kamatnih stopa kao i povećane operacije refinanciranja i programe kupnje imovine. Prema posljednjim projekcijama, kamatne stope ostat će na trenutnim niskim razinama (glavne operacije refinanciranja 0%, kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost granične posudbe od središnje banke 0,25% te depozitna stopa na -0,5%) barem do 2024. uz ciljani raspon inflacije koja bi se u dužem roku trebala kretati oko 2%. Prema posljednjim rujanskim makroekonomskim projekcijama ESB-a, procjena prosječne stope inflacije za 2020. zadržana je na 0,3% dok je za 2021. podignuta na 1% (Raiffeisen RESEARCH 1,6%), još uvijek daleko od ciljanih 2%. Tijekom sljedećih godina, uz niske kamatne stope, monetarna politika ESB-a zasnivat će se na upravljanju likvidnosti putem svojih programa (PELTRO, TLTRO) te nizom programa kvantitativnog popuštanja (eng. *quantitative easing*, QE). Očekujemo produljenje već postojećih programa kao što je program kupnje vrijednosnih papira (APP), što podrazumijeva povećanje ukupnog volumena otkupa obveznica. S druge strane, hitni program kupnje zbog pandemije (PEPP) u ukupnom iznosu od 1.350 mlrd. eura provodit će se do kraja lipnja 2021. Naposljetku, izdašna ponuda likvidnosti bankovnom sustavu biti će osigurana kroz hitne operacije dugoročnijeg refinanciranja zbog pandemije (PELTRO) te operacije dugoročnijeg refinanciranja (LTRO). Prema našem mišljenju, očekujemo kako će se mnoge mjere koje se trenutno koriste, u budućnosti smatrati standardnim alatima. S druge strane Atlantika, zapisnik s posljednjeg zasjedanja Fed-a (*FOMC Meeting Minutes*) potvrdio je važnost daljnje rasprave vezane za budućnost kvantitativnog popuštanja potencijalno najavljujući promjene u vrsti i količini imovine koja će se otkupljivati. Cilj američkih dužnosnika je istaknuti program kupnje imovine koji najefikasnije podržava Fed-ove "dvostruke ciljeve", odnosno stabilnost cijena i punu zaposlenost. Pored monetarnog popuštanja, kreatori američke monetarne politike revidirali su ekonomske projekcije, koje su za 2020. poboljšane. Izgledi srednjeročnih makroekonomskih kretanja i dalje odražavaju prigušeni sentiment. Navedene projekcije ukazuju na nepromijenjen raspon referentnih kamatnih stopa, između 0,0% i 0,25% do 2023./2024. godine, odnosno dok uvjeti na tržištu rada ne dosegnu razinu maksimalno održive zaposlenosti, a stopa inflacije ne dosegne 2% – i neko vrijeme umjereno premaši taj cilj. Uz naglasak da će kamatne stope vjerojatno još godinama ostati blizu nule, postoji mogućnost da Fed preusmjeri trenutne kupnje obveznica s kratkoročnijih na dugoročnije. U navedenom scenariju došlo bi do smanjenja dugoročnijih stopa bez povećanja ukupne razine kupnje obveznica.

Referentne kamatne stope



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Očekivanja ESB-a

		2020.	2021.	2022.
BDP, % god. promj.	trenutno (rujan)	-8,0	5,0	3,2
	prethodno (lipanj)	-8,7	5,2	3,3
Stopa inflacije, % god. promj.	trenutno (rujan)	0,3	1,0	1,3
	prethodno (lipanj)	0,3	0,8	1,3

Izvori: ESB, Raiffeisen istraživanja

FOMC – makroekonomske projekcije (rujan 2020.)

%	2020.	2021.	2022.	2023.	dugoročno
BDP	-3,7	4,0	3,0	2,5	1,9
prethodno	-6,5	5,0	3,5	n.a.	1,8
Stopa nezaposlenosti	7,6	5,5	4,6	4,0	4,1
prethodno	9,3	6,5	5,5	n.a.	4,1
Inflacija	1,2	1,7	1,8	2,0	2,0
prethodno	0,8	1,6	1,7	n.a.	2,0
Temeljna inflacija	1,5	1,7	1,8	2,0	n.a.
prethodno	1,0	1,5	1,7	n.a.	n.a.
Referentni kamatnjak	0,1	0,1	0,1	0,1	2,5
prethodno	0,1	0,1	0,1	n.a.	2,5

Napomena: Projekcije predstavljaju medijan članova FOMC-a. Rast BDP-a i stope inflacije odnose se na god. promj. 2020 Q4. Stopa nezaposlenosti odnosi se na prosjek 2020 Q4. Referentni kamatnjak pokazuje sredinu referentnih kamatnih stopa. Stope inflacije temelje se na PCE indeksu cijena, a temeljna inflacija isključuje cijene energije i hrane.

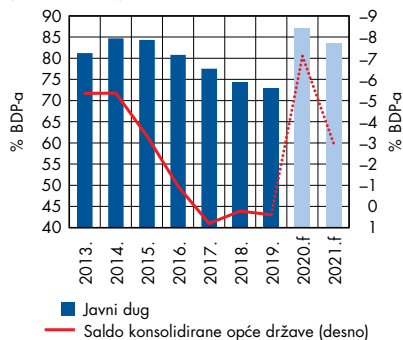
Izvor: FED, Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Marko Barbić

Još jedna izazovna godina...

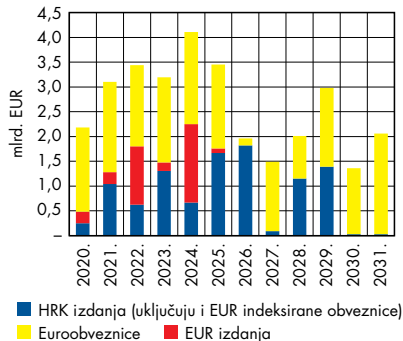
- Manjak proračuna i rast javnog duga
- Prinosi stabilni, za sada

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



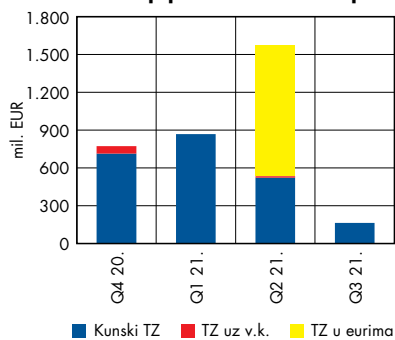
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



*glavnica i kamate
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Preostala dospijeca trezorskih zapisa



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Pojačana aktivnost na tržištu kapitala u prvoj polovici godine omogućila je relativno povoljnu poziciju Ministarstvu financija u nastavku godine te smanjila pritisak na financijska tržišta. Tijekom prvog tromjesečja na domaćem je tržištu realizirano 5 mlrd. kuna izdanja obveznica da bi potom, izvanredna i neočekivana situacija uz rast potreba za zaduživanjem implicirala dodatna izdanja. U izazovnim tržišnim uvjetima početkom svibnja na domaćem je tržištu izdano 1,445 mlrd. eura obveznica, a potom je u lipnju na europskom tržištu izdano 2 mlrd. eura euroobveznica. Navedenim izdanjima **pokriveno je gotovo 90% (rebalansom proračuna) planiranih izdanja za ovu godinu**. Treće tromjesečje proteklo je u uobičajenom znavljanju trezorskih zapisa, do kraja godine još je na dospelju 5,5 mlrd. kuna trezoraca.

Okrećemo se 2021. godini i sada već pomalo upitnom oporavku uzimajući u obzir recentna događanja oko razvoja situacije s aktualnom pandemijom. Nedavno objavljene Vladine Smjernice za izradu državnog proračuna RH za 2021. i projekcija za 2022. i 2023. ne daju detalje o računu financiranja proračunskih rashoda u 2021. U očekivanju proračuna za 2021., prema našim projekcijama potrebe za financiranjem u godini pred nama dosežu oko 18% BDP-a. Uz očekivani proračunski manjak od 3% BDP-a, u prvom tromjesečju dospijeva 1,5 mlrd. dolara euroobveznice, a potom u svibnju i srpnju slijede dospijee eurskog trezorskog zapisa (1 mlrd. eura) te 6 mlrd. kuna domaće obveznice uz obveze po domaćim i inozemnim kreditima.

Kako je navedeno u Smjernicama za izradu proračuna, Vlada se u svojim projekcijama prihoda u velikoj mjeri oslanja na povlačenje sredstava iz fondova EU, s jedne strane očekuje se ubrzanje povlačenja ugovorenih sredstava iz tekućeg Višegodišnjeg financijskog okvira 2014. – 2020., a s druge strane, predviđaju se i nova sredstva iz Višegodišnjeg financijskog okvira 2021. – 2027. U fiskalne projekcije uključeno je i korištenje sredstava iz novog instrumenta EU Nove generacije. Međutim, kako je Europski parlament nedavno prekinuo pregovore sa zemljama članicama o budućem višegodišnjem proračunu EU-a što može značiti i potencijalnu odgodu plana opravka (*EU Next Generation*) navedeno bi moglo imati nepovoljne (ili odgođene) implikacije i na Hrvatsku. Sve to predmnijeva i potencijalno veće potrebe za zaduživanjem od planiranih.

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 inozemnu potražnju koja, u potrazi za vrijednosnim papirima koji nose barem neki povrat, i dalje pokazuje visoku sklonost riziku. Navedeno je podržano i visokom likvidnošću na međunarodnim financijskim tržištima koja je rezultat ekspanzivne monetarne politike vodećih središnjih banaka. U prilog inozemnoj potražnji svakako ide i očekivani skori ulazak Hrvatske u euro područje.

U pesimističnom scenariju, u slučaju izraženijih turbulencija na tržištu i porasta rizika te neočekivanog skoka potreba za financiranjem **ne isključujemo mogućnost i ponovnog uključivanja središnje banke**, odnosno nastavak kvantitativnog puštanja otkupom obveznica kroz operacije fine prilagodbe.

Očekujemo da će u Hrvatskoj, iako s određenim vremenskim odmakom u odnosu na euro područje, gospodarski oporavak započeti u drugom dijelu 2021. godine. U takvim uvjetima, uz sužavanje proračunskog manjka i omjer duga opće države i BDP-a ponovo bi se trebao početi kretati silaznom putanjom. U takvom scenariju, pozitivna očekivanja o skorom ulasku Hrvatske u euro područje kao i visoka razina likvidnosti **čimbenici su koji idu u prilog zadržavanju kreditnog rejtinga na investicijskoj razini**. Brža i snažnija fiskalna konsolidacija te smanjenje duga opće države održivom dinamikom, uz očekivano skoro prihvaćanja eura, čak otvaraju mogućnost i poboljšanju razine rejtinga.

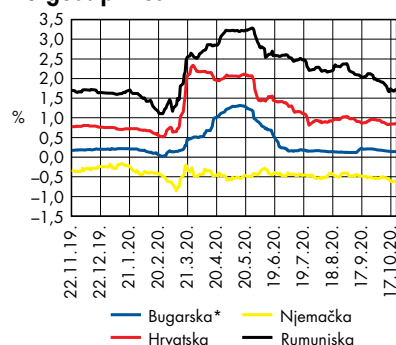
Međutim, u scenariju značajnog pogoršanja situacije povezane s pandemijom što implicira ponovno (djelomično) zatvaranje odnosno usporavanje gospodarske aktivnosti moglo bi doći do "eksplozije" javnog duga na razine i iznad 90% BDP-a. Tada bi, rast prinosa odnosno premija rizika za sobom donijelo i pad kreditnog rejtinga na razine ispod investicijske što bi pak značajno otežalo pristup povoljnijim izvorima financiranja i dodatno otežalo ionako težak put povratku ka uravnoteženom fiskalnom saldu.

Na sekundarnom tržištu obveznica nakon izraženije volatilnosti i rasta prinosa u drugom tromjesečju, kao odgovora na šok uzrokovan pandemijom i globalnim ekonomskim zastojem, prinosi na obveznička izdanja u nastavku su se godine stabilizirali. Značajan skok prinosa hrvatskih euroobveznica koji je započeo sredinom ožujka, pri čemu je primjerice prinos na desetogodišnje eursko izdanje kratkotrajno porastao čak za 150 bb, postupno se do sredine srpnja vratio na niže razine te se trenutno trguje uz prinos do dospijeća oko 0,90% što je još uvijek za 15 baznih bodova iznad najnižih razina prije COVID-a. *Spread* u odnosu na referentnu njemačku desetogodišnju državnu obveznicu posljednjih se dana proširio se na 140 bb. Rezultat je to ponovo pojačane neizvjesnosti zbog širenja COVID-a na što su njemačke obveznice reagirale padom prinosa dok je u zemljama periferije pa tako i u Hrvatskoj reakcija izostala, odnosno prinosi su ostali nepromijenjeni. Navedena kretanja posljedica su i iznimno visoke likvidnosti na tržištima.

Positivan zamah također je bio vidljiv na lokalnoj krivulji prinosa koja se "poravnala" s eurskom krivuljom. Domaće obvezničko tržište i dalje obilježava potisnuta aktivnost uz prinose na niskim razinama. Visoka likvidnost sustava uz skromnu aktivnost velikih tržišnih sudionika (pri tome posebno mislimo na mirovinske fondove) održavat će prinose na niskim razinama i u nadolazećem razdoblju. Međutim, valja naglasiti kako kretanje prinosa i dalje ostaje osjetljivo na globalna kretanja, a pandemija je trenutno osnovni rizik i čimbenik koji utječe na izgled krivulje prinosa. Stoga, u slučaju pogoršanja gospodarske slike, globalne i lokalne, možemo očekivati i kretanje prinosa prema višim razinama.

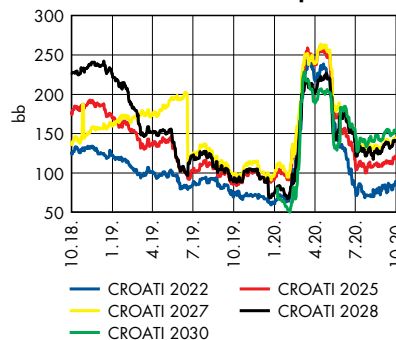
Elizabeta Sabolek Resanović

10-god. prinosi



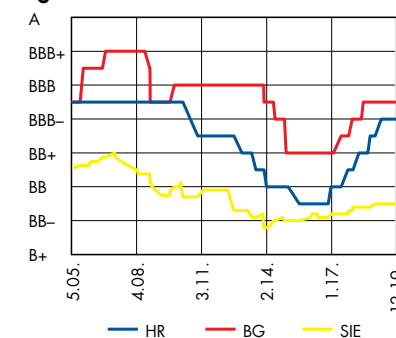
* dospijeće 2028.
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Spread hrvatskih euroobveznica u odnosu na referentna izdanja



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Kretanje rejtinga Hrvatske i Bugarske*

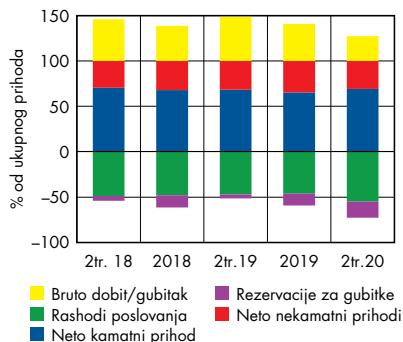


* S&P SIE prosjek rejtinga Albanije, Makedonije, Crne Gore, Rumunjske, Srbije uključujući pozitivne ili negativne izgledne označene sa 0,5 bodova
Source: Thomson Reuters, S&P, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Pad profitabilnosti nije narušio stabilnost bankarskog sustava

- Moratorij na otplatu kredita dužnicima odgodio je porast nenaplaćenih potraživanja u segmentu poduzeća
- U drugom tromjesečju zaustavljen trend snižavanja neprihodujućih kredita
- Bankarski sektor je visoko kapitaliziran nakon zadržane dobiti iz 2019.

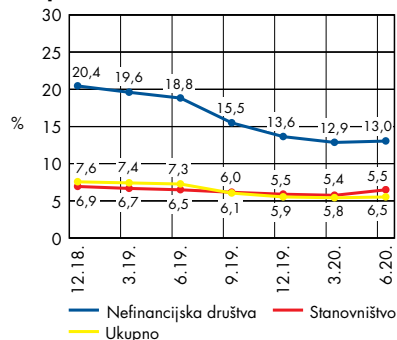
Struktura rezultata poslovanja banaka



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

Proljetno zatvaranje gospodarstva prepolovilo je polugodišnji rezultat poslovanja bankarskog sustava u odnosu na prethodnu godinu. Usporavanje gospodarstva snizilo je prihode banaka, a prilagodba poslovnih procesa u bankama na rad s distance praćena je uvećanim troškovima komunikacije. Unatoč odgodi reklasifikacije plasmana klijentima pogođenim zatvaranjem gospodarstva, smanjivanje aktivnosti poduzeća i pad dohodaka potrošača rezultiralo je značajnim povećanjem rizika. Posljedično, rezerviranja za gubitke u prvom polugodištu su utrostručena. U drugom polugodištu predviđamo stabilizaciju prihoda. Nakon jednokratnog troška za prilagodbu procesa u prvom polugodištu očekujemo blago smanjivanje troškova poslovanja. No, neupitno je daljnje pogoršavanje kvalitete kreditnog portfelja što će povećati rezerviranja za gubitke. Rezultat poslovanja banaka na kraju 2020. trebao bi se zadržati na razini od 50% prošlogodišnjeg ostvarenja.

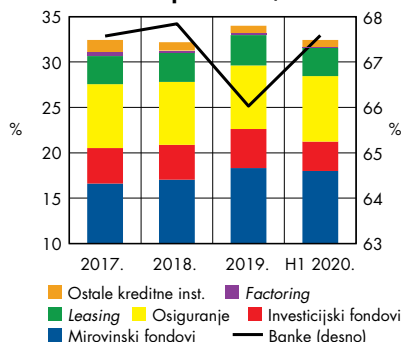
Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim (NPL ratio)



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Klijentima pogođenim mjerama za sprječavanja širenja pandemije virusa COVID-19 banke su u razdoblju zatvaranja ponudile moratorije na otplatu plasmana od 3+3 mjeseca, a onima iz djelatnosti s izrazitim sezonskim obilježjima na 3+12 mjeseci. Ukupno je do kraja kolovoza s mjerama odgode otplate ili reprograma obuhvaćeno preko 21% od ukupnog iznosa kredita kod banaka. Značajan interes u segmentu poduzeća rezultirao je provedbom mjera za olakšavanje utjecaja krize u 36% kreditnog portfelja, dok je u segmentu kućanstava tek nešto iznad 6% iznosa kredita s ugovorenim odgodama ili reprogramom. U četvrtom tromjesečju završit će razdoblje odgode naplate za većinu ugovorenih moratorija. Na kraju godine prestaje i subvencija države za očuvanje zaposlenosti pa očekujemo povećanje neurednosti u otplati kredita i posljedični rast neprihodujućih kredita. Već u drugom tromjesečju preokrenut je višegodišnji trend smanjivanja neprihodujućih kredita. U segmentu plasmana poduzećima porast neprihodujućih kredita nije bio značajan, što možemo pripisati visokoj razini realiziranih ugovora za odgodu otplate kredita. Time je veći dio poduzeća s problemom otplate duga prolongiralo iskazivanje pada kreditne sposobnosti za sljedeću godinu. U segmentu kućanstava dinamiku rasta neprihodujućih kredita u drugom tromjesečju diktira zastoj u otplati kod neosiguranih gotovinskih kredita, proizvodu koji je u predkriznom razdoblju ostvarivao godišnji rast iznad 10%. Pad kvalitete kreditnog portfelja kod potrošača koji je iniciran obnovom rada kreditnog registra (HROK) i dostupnosti informacije o obvezama korisnika kredita kod drugih zajmodavaca, ubrzan je smanjivanjem prihoda korisnika kredita uslijed usporavanja gospodarskih aktivnosti.

Hrvatski financijski sektor, struktura



Izvori: HNB, HANFA, Raiffeisen istraživanja

U razdoblju zatvaranja gospodarstva regulator je bankama zaustavio isplatu dividendi za prethodnu godinu i time stabilizirao kapital banaka. S druge strane, odgoda reklasifikacije plasmana za pogođene dužnike do isteka 1. polugodišta sljedeće godine usporava porast rizičnosti plasmana. Stoga se dosegnuta stopa ukupne kapitalizacije banaka iznad 22,5% neće značajno promijeniti do kraja godine.

Anton Starčević

Tehnološki sektor – opravdani optimizam ili novi špekulativni mjehur?

- Tržišno okruženje s karakteristikama optimizma iz vremena "dot.com" ere
- Fokus investitora zaokupljaju tehnološke promjene koje mijenjaju svijet
- Oštrija regulativa s obje strane Atlantika predstavlja prijetnju

Dosadašnji dio turbulentne 2020. godine obilježen je na globalnim dioničkim tržištima visokim optimizmom investitora u pogledu robusnosti poslovnih modela kompanija iz tehnološkog sektora te kompanija iz drugih sektora, čije je poslovanje u velikoj mjeri naslonjeno na pružanje usluga putem interneta, online trgovinu i novu tehnologiju. Naime, unatoč izvjesnom negativnom utjecaju pandemije COVID-19 na globalno gospodarstvo (MMF očekuje pad svjetskog gospodarstva u 2020. od 4,4%) investitori ostaju optimistični da će se vodeće sastavnice Nasdaq 100 indeksa uspjeti izdici iznad trendova na makro razini. Njihovo poslovanje trebalo bi ostati gotovo neokrnuto negativnim efektima pandemije, a za pojedine kompanije upravo trend ubrzane digitalizacije na globalnoj razini (potaknute pandemijom COVID-19) predstavlja priliku za daljnji rast poslovanja i jačanje tržišnih udjela u relativno novim segmentima kao npr. računalstvo u oblaku (*eng. cloud computing*) i/ili streaming usluge. Stoga ne iznenađuje da su visoka očekivanja ulagača praćena visokim valuacijama, obzirom da je određena premija u odnosu na ostale klasične cikličke sektore opravdana (Tablica 1.).

Konsenzus očekivanja tržišnih dionika – sastavnice Nasdaq 100 indeksa

Naziv kompanije	Početak god. %	P/E		P/S		EBIT marža, % 20e	Rast prihoda od prodaje u 20e, %
		20e	21e	20e	21e		
Apple	60,6	36,4	30,7	7,4	6,5	24,0	5,0
Amazon	72,5	68,3	53,8	4,3	3,7	5,3	31,4
Microsoft*	36,3	33,3	29,3	10,4	9,3	37,6	9,8
Alphabet	19,1	28,6	22,9	7,6	6,3	22,8	7,8
Facebook	36,6	31,4	24,8	10,0	8,0	34,0	13,4
Tesla	415,4	236,3	132,2	13,4	9,2	7,9	22,3
NVIDIA*	131,1	59,8	49,1	21,3	17,9	39,8	44,3
Adobe	49,8	49,7	44,2	18,5	16,0	42,4	14,6
Netflix	52,4	76,1	52,3	8,7	7,4	17,7	23,8
PayPal	93,6	56,1	46,2	11,5	9,6	23,2	20,2

* Poslovna godina značajno odstupa od kalendarske (rezultati za 2020. već objavljeni). Očekivanja se odnose za poslovnu 2021. i 2022. godinu.

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Snažan rast sastavnica Nasdaq 100 indeksa pogurao je ovogodišnji rast ukupnog američkog dioničkog tržišta, mjenog indeksom S&P 500, na povijesno najviše razine usprkos neizvjesnim, konačnim posljedicama pandemije COVID-19 na američko gospodarstvo. Pritom je značajno porastao udio tehnoloških kompanija u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji S&P 500 indeksa (graf 1). Promotreni trend prisutan je i s naše strane Atlantika, ali na primjetno nižim razinama (graf 2). Razdvajanje trendova na razini realne ekonomije i dioničkog tržišta u SAD-u (posebice uzevši u obzir da je u drugom tromjesečju američko gospodarstvo zabilježilo povijesni pad od 31,4%) utjecalo je kod dijela tržišnih dionika na preispitivanje opravdanosti visokih valuacija kompanija iz tehnološkog sektora i njima srodnih kompanija iz ostalih sektora. Naime, mnoge je snažni ovogodišnji uzlet vrijednosti dionica navedenih kompanija podsjetio na euforiju optimizma, prisutnu u drugoj polovici devedesetih godina prošlog stoljeća i početkom ovog tisućljeća, uslijed opčinjenosti ulagača novom tehnologijom (internet) koja je obećavala značajnu promjenu dotadašnjeg načina života.

Udio tehnoloških kompanija – SAD, na temelju tržišne kapitalizacije



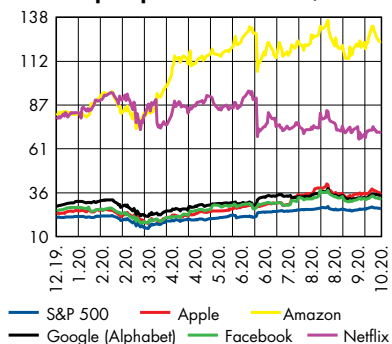
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Udio tehnoloških kompanija – Europa, na temelju tržišne kapitalizacije



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Usporedba vrednovanja "FAANG" dionica s prosjekom tržišta – P/E



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Nasdaq 100 – P/E



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

STOXX Europe 600 - P/E



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Unatoč pojedinim zajedničkim karakteristikama tržišnog okruženja, ovogodišnji uzlet cijena dionica kompanija iz IT sektora ipak se temelji na racionalnijim investicijskim odlukama. Rast udjela navedenog sektora u ukupnoj tržišnoj kapitalizaciji vodećih dioničkih indeksa praćen je istovremenim rastom udjela neto operativne dobiti (EBIT) sektora u odnosu na istu ostvarenu na razini tržišta. Stoga je porast vrijednosti dionica djelomično opravdan snažnijim tempom rasta operativnih zarada kompanija iz IT sektora u odnosu na prosjek tržišta, trend prisutan tijekom proteklog desetljeća¹. Nadalje, objavljeni rezultati poslovanja za drugo ovogodišnje tromjesečje opravdali su optimizam investitora, obzirom da su istaknuli otpornost sektora na krizu uzrokovanu pandemijom COVID-19. Stoga, mnogi investitori vodećim perjanicama Nasdaq 100 indeksa dodjeljuju "sigurnosnu premiju", što rezultira višim vrednovanjem u odnosu na prosjek tržišta (graf 3). Nasuprot tome, ulagači su tijekom "internet manije" prilikom donošenja investicijskih odluka bili motivirani visokim očekivanjima temeljenim, u velikom broju slučajeva, isključivo na pokazateljima vezanim za broj korisnika ili klikova na internet stranicama a bez preispitivanja intrinzične vrijednosti tehnoloških kompanija putem fundamentalne analize. Impresioniranost investitora novom tehnologijom rezultirala je stoga iznimno visokim vrednovanjem tehnoloških kompanija, od kojih veliki broj nije uspijevao biti profitabilan i stoga je imao stalne potrebe za ubrizgavanjem svježeg kapitala. Danas je situacija bitno drugačija te vodeće svjetske IT kompanije karakterizira snažna neto novčana pozicija.

Usporedba s povijesnim podacima upućuje da su visoka očekivanja tržišnih dionika o nastavku uspješnog poslovanja vodećih sastavnica Nasdaq 100 indeksa već uračunata u cijene dionica (graf 4.), čime je bitno iscrpljen potencijal za daljnji rast vrijednosti po stopama zabilježenim u dosadašnjem dijelu godine (Tablica 1). Zadržavanje neizvjesnosti u poslovnom okruženju (povezane s pandemijom COVID-19) i nadalje bi trebalo podržavati interes investitora za ulaganjima u perjanice Nasdaq 100 indeksa, ali bi iščezavanjem iste na krilima pronalaska učinkovite terapije i/ili efikasnog cjepiva protiv COVID-19 mogao ponovno ojačati apetit investitora za ulaganjima u kompanije iz klasičnih cikličkih sektora. Istovremeno bi se odmicanje fokusa političara s traženja razumnog balansa između pandemijskih i fiskalnih mjera moglo odraziti na ponovno žustrije rasprave o uvođenju oštrije regulative usmjerene na vodeće svjetske tehnološke kompanije te izmjeni međunarodnih poreznih propisa na globalnoj razini usmjerenih ka pravednijem tj. jačem oporezivanju vodećih svjetskih tehnoloških i njima srodnih multinacionalnih kompanija (poslovanje se temelji izostanku ili velikom ograničenju fizičke oporezive prisutnosti). Stoga u nadolazećem razdoblju očekujemo zadržavanje volatilnosti u trgovanju dionicama vodećih sastavnica Nasdaq 100 indeksa, a sentiment investitora ovisit će i o objavi rezultata za treće tromjesečje koja je na rasporedu ovih dana.

Silvija Kranjec

¹ Hofstaetter V., Schleifer M. i Schiller A. (2020) *TECH BUBBLE 2.0?*. Beč: Raiffeisen Bank International AG

U očekivanju kraja koronakrize

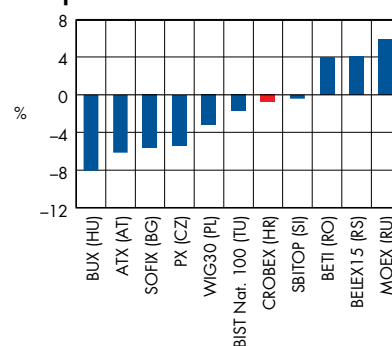
- Kraj 2020. pod utjecajem brojnih rizičnih čimbenika
- Ciklički sektori predvodnici rasta
- Dobri izgledi za dionička tržišta u godini pred nama

Unatoč snažnom rastu broja zaraženih koronavirusom u SAD-u tijekom ljetnih mjeseci, dionički indeksi su uglavnom bilježili pozitivna kretanja predvođeni dionicama tehnološkog sektora, koje su dosegnule rekordne vrijednosti. Ipak, jedno od glavnih obilježja dioničkih tržišta bila je izražena volatilnost zbog unovčavanja dobiti i zabrinutosti oko brzine oporavka svjetskog gospodarstva. Europski indeksi s druge strane nisu bilježili veće pomake, a razlog je slabija zastupljenost tehnološkog sektora u odnosu na američke indekse. Većina indeksa regije SIE u trećem je tromjesečju zabilježila negativne povrate a najveće minuse imali su mađarski BUX i austrijski indeks ATX, uglavnom zbog visoke zastupljenosti dionica cikličkih sektora, bankarskog i naftnog, koji su jedni od najpogođenijih u trenutnoj krizi. Rusko tržište je imalo najbolju izvedbu među regionalnim indeksima, unatoč visokom udjelu energetskog sektora, što pripisujemo manjem utjecaju krize na rusko gospodarstvo u cjelini.

CROBEX je tijekom trećeg tromjesečja gotovo stagnirao te s minusom od 0,8% drži sredinu ljestvice među indeksima regije SIE. Među sastavnicama indeksa najbolju izvedbu je imala dionica Đuro Đaković Holdinga, u očekivanju uspješnog ishoda restrukturiranja društva. Također, kompanija je izvijestila o novim sklopljenim poslovima sa švicarskim naručiteljem u vrijednosti 127 mil. kuna. Radi se o proizvodnji teretnih vagona Uacns, a isporuka je planirana 2021. i 2022. Sektorski gledano, najviše su na vrijednosti dobile dionice građevinskog sektora, što pripisujemo očekivanom sudjelovanju tih kompanija u obnovi grada Zagreba nakon potresa kao i u infrastrukturnim projektima financiranim od strane fondova EU. S druge pak strane, CROBEXturist je stagnirao, što je i očekivano s obzirom da su kompanije turističkog sektora najviše pogođene u trenutnoj krizi. Redovni dionički promet na Zagrebačkoj burzi iznosio je u prosjeku svega 6 mil. kuna dnevno, dok je ukupni redovni promet od 365 mil. kuna 27% niži u odnosu na drugo ovogodišnje tromjesečje te čak 56% niži u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. U fokusu su bila tradicionalno najlikvidnija izdanja, ona Hrvatskog Telekoma i Valamar Riviere.

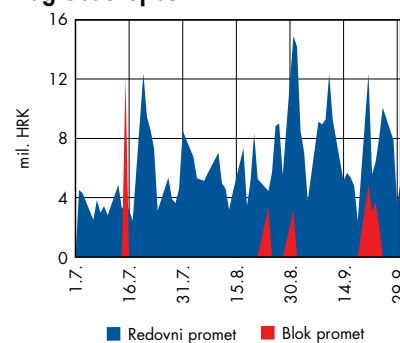
Na kretanja dioničkih tržišta do kraja godine gledamo s oprezom, s obzirom na brojne prisutne rizike. Naime, u razdoblju pred nama u fokusu investitora bit će skori izbori u SAD-u te postizanje dogovora o dugo očekivanom paketu fiskalnih stimulativnih mjera. Eventualnom pobjedom D. Trumpa mogao bi se ponovno aktualizirati trgovinski sukob SAD-a i Kine, dok bi s druge strane pobjeda demokrata mogla donijeti strožu regulaciju te više poreze, što bi negativno utjecalo na dionička tržišta u kratkom roku. S naše strane Atlantika, investitore brine

Regionalni indeksi – prinosi u 3. tromj. 2020.*



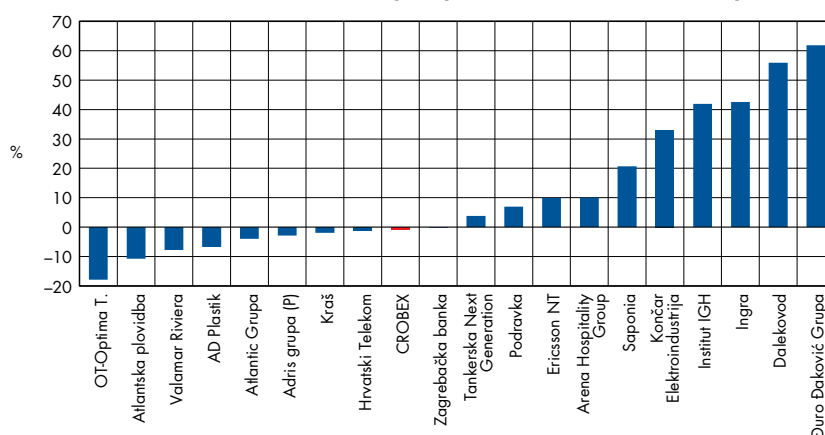
* u lokalnoj valuti na datum 30.9.2020. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dnevni promet dionicama na Zagrebačkoj burzi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati CROBEX sastavnica u 3. tromjesečju 2020. (dividende nisu uključene)*



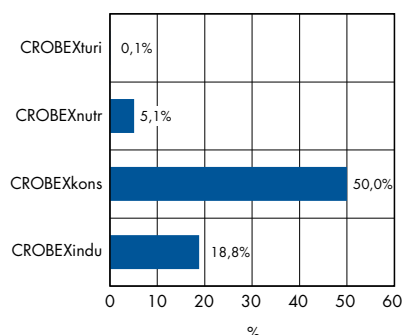
* povrati izračunati na datum 30.9.2020. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Broj i tržišna kapitalizacija dionica na mjesečnoj razini



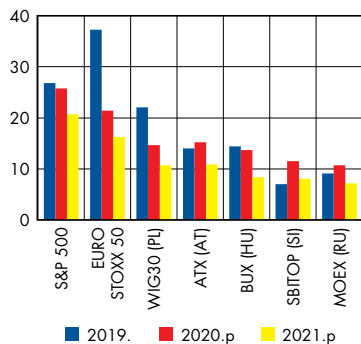
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati sektorskih indeksa Zagrebačke burze u 3. tromjesečju 2020.



* povrati izračunati na datum 30.9.2020.
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

P/E omjer regionalnih dioničkih indeksa



Izvori: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

sve teža situacija s rekordnim brojem novozaraženih koronavirusom, odnosno sve restriktivnije mjere za obuzdavanje širenja virusa. Iako se i dalje ne spominje potpuno zatvaranje kakvo smo imali u proljeće, ograničenja u nekim europskim zemljama su značajna pa stoga smatramo da nije isključena snažnija negativna reakcija dioničkih tržišta zbog usporavanja gospodarskog oporavka i porasta nesigurnosti, što bi moglo rezultirati u izraženijoj volatilnosti. Navedeni rizici su kratkoročnog karaktera te bismo do kraja godine ipak mogli imati jasniju sliku.

U 2021. očekujemo povratak pozitivnog sentimenta, s obzirom na očekivano skoro odobrenje prvog cjepiva protiv COVID-19 u SAD-u te pozicioniranje investitora ususret izglednom kraju krize izazvane koronavirusom i posljedično snažnom oporavku globalnog gospodarstva. U tom smislu, očekujemo relativno dobru izvedbu cikličkih sektora i kompanija tzv. "stare ekonomije", koji su u ovoj godini bili posebno pogođeni te bi stoga trebali i najviše profitirati od nadolazećeg oporavka i povratima nadmašiti već vrlo visoko vrednovane tehnološke dionice, koje su snažno porasle od početka koronakrize. Slijedom navedenoga, europski dionički indeksi, u kojima su općenito više zastupljeni sektori tzv. "stare ekonomije", trebali bi ostvariti bolju izvedbu u odnosu na američke indekse. Pritom među indeksima regije SIE izdvajamo austrijski ATX u čijem su sastavu ciklički sektori visoko zastupljeni te je jedan od relativno atraktivnije vrednovanih s očekivanim P/E omjerom od 10,9x u 2021. Ukupno gledano, u godini pred nama očekujemo nastavak pozitivnih kretanja na globalnim dioničkim tržištima, kojima u prilog ide okruženje niskih kamatnih stopa, a smjer monetarne politike se ne bi trebao mijenjati još neko vrijeme.

Kada govorimo o hrvatskom dioničkom tržištu smatramo da lokalni čimbenici i ne baš sjajna situacija s koronavirusom imaju ključnu ulogu te stoga ne očekujemo značajnije promjene CROBEX-a do kraja godine. Naime, znatno slabija turistička sezona u odnosu na uobičajene brojke, trebala bi imati negativan utjecaj ne samo na poslovanje turističkih kompanija, već i svih povezanih sektora u 3. tromjesečju i na godišnjoj razini. Također, jedna od prepreka osjetnijem oporavku domaćeg dioničkog tržišta je slaba likvidnost Zagrebačke burze, a značajnije pomake očekujemo tek kada kraj pandemije bude izvjestan. Ipak, s obzirom na visok udio turističkog sektora u BDP-u, smatramo da će oporavak hrvatskog gospodarstva biti sporiji u odnosu na zemlje regije i EU, a sukladno tome i oporavak dioničkog tržišta. Na sličan zaključak upućuje i vrlo visoko vrednovanje CROBEX-a u odnosu na regionalne i svjetske indekse mjereno omjerom P/E, koji se trenutačno kreće oko 25x te je znatno viši u odnosu na indekse regije SIE. Razlog relativno visokog vrednovanja CROBEX-a su niske očekivane stope rasta zarada sastavnica. Slično kao i na inozemnim tržištima, i na Zagrebačkoj burzi najbolju izvedbu očekujemo od dionica cikličkih sektora, posebno onih kompanija s većim udjelom prihoda na inozemnim tržištima, s obzirom da bi one mogle profitirati od relativno bržeg gospodarskog oporavka tih zemalja.

Ana Turudić

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomika i financijska istraživanja

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

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

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

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

Urednik

Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih i financijskih istraživanja

Grafička priprema

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

Nakladnik

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

Kratice

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

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

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodana vrijednost

BoE – *Bank of England*

CDS – *Credit Default Swap*

CHF – švicarski franak

CIS – Zajednica neovisnih država

CPI – indeks potrošačkih cijena

DZS – Državni zavod za statistiku

e – procjena (*estimate*)

EMU – Ekonomska i monetarna unija

ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa

ESB – Europska središnja banka

EU – Europska unija

EUR – euro

ERM II – Eurospki tečajni mehanizam

ESB – Europska središnja banka

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 23. listopada 2020.

Publikacija odobrena od strane urednika: 26. listopada 2020. u 9:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 27. listopada 2020. u 11:00 sati

ISSN 1332-9391



Izjava o odricanju odgovornosti

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

Ekonomski i financijski istraživanja su organizacijska jedinica RBA.

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

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

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

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

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

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

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

RBA, Raiffeisen Bank International AG ("RBI"), te bilo koje s njima povezano društvo kao ni njihovi direktori, ovlaštene osobe ili zaposlenici, te bilo koja druga osoba, ne 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.