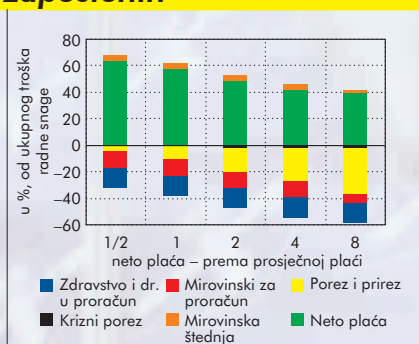


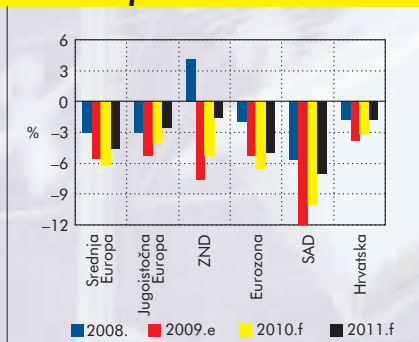
Nakon političkih slijede ekonomske promjene

Raspodjela dohotka zaposlenih



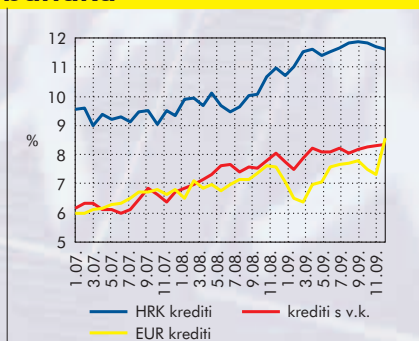
Izvor: Raiffeisen istraživanja

Deficit opće države



Izvor: Raiffeisen istraživanja

Kamatne stope na kredite banaka



Izvor: HNB

Hrvatska je 2010. godinu započela izborom novog Predsjednika Republike na redovnim predsjedničkim izborima. Izabran je Ivo Josipović, kandidat najveće oporbene stranke, SDP-a, i netipičan predstavnik na tradicionalno populizmom obilježenoj domaćoj političkoj sceni. Nakon tih izbora u prvi se plan vraćaju ekonomske teme, odnosno borba s recesijom, a pad ekonomskih aktivnosti od 5,7% u trećem tromjesečju 2009. upozorava na činjenicu da se oporavak gospodarstva neće ostvariti bez aktivnije uloge ekonomske politike. Stoga Vlada Republike Hrvatske nastoji zakašnjelim interventnim mjerama zaustaviti negativni trend domaće proizvodnje i zaposlenosti te podržati rast poduzeća koja imaju konkurentan proizvod ili uslugu te donose mogućnost povećanja realizacije i očuvanja zaposlenosti. Aktivnija uloga monetarne politike u borbi protiv recesije najavljena je i od guvernera, a HNB je spreman ubrzanjem procesa usklađivanja obvezne pričuve banaka prema ciljanim stopama ECB-a osloboditi dodatnu likvidnost i pomoći obnovi kreditiranja poduzeća uz nižu cijenu kapitala. Iako poželjne, te mjere neće biti dovoljne bez promjena fiskalne politike. Naime, konkurentnost domaćih poduzeća u razmjerno maloj i otvorenoj ekonomiji poput Hrvatske nužno se uspoređuje s domaćim, ali i inozemnim poduzećima, prije svega regionalno. U usporedbi sa širim okruženjem hrvatska su poduzeća opterećena višim financijskim troškovima izraženim prosječnom realnom kamatnom stopom na kredite i razmjerno višim fiskalnim troškom. Najavljene akcije monetarne vlasti i državne intervencije nastoje smanjiti financijski trošak poduzeća smanjenjem regulatornog troška (obvezna pričuva) i troška financijskih izvora (povećanje likvidnosti sustava) te smanjenjem rizika dužnika (državne garancije). Međutim, izostaje akcija za smanjivanje fiskalnog i parafiskalnog opterećenja rada i kapitala, koje iziskuje bolne, ali nužne strukturne reforme. Bez povećanja konkurentnosti rada, a najbrži put je smanjenje fiskalnog opterećenja dohotka zaposlenih, neće doći do povećanja zaposlenosti, raspoloživog dohotka stanovništva i oporavka potrošnje. Drugim riječima, za izlazak iz krize nužna je učinkovitija i jeftinija država, što treba postići smanjenjem rashoda javnog sektora te paralelnim smanjivanjem poreznih stopa i parafiskalnih procedura i naknada na strani javnih prihoda. Posljedica provedbe strukturnih reformi jest i snižavanje državnog rizika, izuzetno bitne kategorije za visoko zaduženo gospodarstvo poput našeg.

O premijama rizika odnosno cijeni zaduživanja izlaskom na tržišta kapitala izdavanjem državnim obveznicama država članica eurozone te srednje i istočne Europe govorimo u temi broja.



Sadržaj

POKAZATELJI

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja 3

BDP I INFLACIJA

Gospodarski oporavak tek u drugoj polovini godine 4

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA I NEZAPOSLENOST

Hoće li recesija potaknuti restrukturiranje industrije? 5

TRGOVINA I TURIZAM

Bez oporavka trgovine, snažan pad prihoda od turizma 6

KAMATNE STOPE I MONETARNI AGREGATI

Iznimno visoka volatilnost na tržištu novca u 2009. 7

TEČAJ

Aprecijacijski pritisci na domaću valutu obilježili kraj 2009. 8

PLATNA BILANCA I VANJSKI DUG

Rast inozemnog duga prema razinama BDP-a 9

DRŽAVNI PRORAČUN

Proračun 2010. – bez promjena 10

FINANCIJSKI SUSTAV

Simplifikacija potražnje 11

SVJETSKI TRENDVI

Oporavak potražnje donosi i rast cijena nafte..... 12

TEMA BROJA

Inozemni kapital – nikad skuplji, oskudniji, a potrebniji..... 13

TRŽIŠTE OBVEZNICA

Godina bogata novim izdanjima..... 15

Visoke potrebe za (re)financiranjem 16

TRŽIŠTE DIONICA

Rusija predvodi rastom 17

HT uzima 25,4% prometa 18

Oslonac na defenzivne sektore 19



Pregled odabраних makroekonomskih pokazatelja

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.e	2010.f	2011.f
BDP i proizvodnja										
Bruto domaći proizvod, u % (stalne cijene)	5,4	5,0	4,2	4,2	4,7	5,5	2,4	-6,0	-0,9	2,6
BDP u tekućim cijenama (u mil. EUR)	28.110	30.014	32.759	35.720	39.102	42.832	47.390	44.860	45.342	48.038
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	6.327	6.763	7.380	8.041	8.807	9.675	10.729	10.182	10.320	10.955
Trgovina na malo, % promjena, realno	12,5	3,7	2,6	2,8	2,1	5,3	-0,5	-15,5	-2,6	3,7
Industrijska proizvodnja, % promjena	5,4	4,1	3,7	5,1	4,5	5,6	1,6	-9,2	0,6	4,1
Cijene, nezaposlenost i proračun										
Potrošačke cijene, u %, kraj razdoblja	1,8	1,7	2,7	3,6	2,0	5,8	2,9	1,9	3,9	3,2
u %, prosjek	1,7	1,8	2,1	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	3,2	3,5
Proizvođačke cijene, u %, kraj razdoblja	2,3	1,0	4,8	2,7	1,9	5,8	4,7	1,6	3,9	3,2
u %, prosjek	-0,4	1,9	3,5	3,0	2,9	3,4	8,4	-0,4	3,4	3,1
Stopa nezaposlenosti ¹ (DZS, pr)	22,5	19,5	18,0	18,0	17,0	15,1	13,4	14,9	15,9	15,2
Prosječna neto plaća, u kunama, pr	3.719	3.939	3.939	4.375	4.602	4.840	5.177	5.287	5.300	5.565
Ukupni državni proračun ² , u % BDP-a	-4,3	-5,4	-4,2	-3,5	-2,6	-2,0	-1,8	-4,1	-3,7	-2,8
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, u mil. eura	11.128	13.141	14.243	15.273	16.992	18.317	19.845	16.036	16.181	17.738
% promjena	3,0	18,1	8,4	7,2	11,3	7,8	8,3	-19,4	0,9	9,6
Uvoz roba i usluga, u mil. eura	-13.801	-15.179	-16.199	-17.473	-19.632	-21.485	-23.742	17.790	17.593	20.191
% promjena	14,0	10,0	6,7	7,9	12,4	9,4	10,5	-25,1	-1,1	14,8
Tekući račun platne bilance, u % BDP-a ³	-7,5	-6,3	-4,4	-5,5	-6,9	-7,6	-9,4	-5,2	-7,0	-4,9
Međunarodne pričuve, u mil. eura, kr	5.651	6.554	6.436	7.438	8.725	9.307	9.121	10.800	9.800	9.400
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	4,9	5,2	4,8	5,1	5,3	5,2	4,6	7,3	6,7	5,6
Izravne inozemne investicije, u mil. eura	1.138	1.762	950	1.468	2.765	3.667	3.330	2.100	1.500	2.500
Noćenja turista, % promjena	3,0	4,3	2,5	7,6	3,1	5,7	2,0	-1,3	2,5	2,0
Inozemni dug, u mlrd. eura	15,1	19,9	22,9	25,7	29,3	32,9	39,1	43,8	44,5	46,1
Inozemni dug, kao % BDP-a ³	53,9	66,2	70,0	72,1	74,9	76,9	82,6	97,6	98,1	96,0
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ³	136,1	151,3	161,0	168,6	172,3	179,8	197,2	273,1	275,0	259,9
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	7,15	6,12	5,64	6,23	5,58	4,99	5,16	5,09	5,44	5,36
pr, USD/HRK	7,87	6,70	6,03	5,95	5,84	5,37	4,93	5,28	5,14	5,32
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,44	7,65	7,67	7,38	7,35	7,33	7,32	7,31	7,45	7,50
pr, EUR/HRK	7,41	7,56	7,50	7,40	7,32	7,34	7,22	7,34	7,40	7,45
Novčana masa (M1), u mlrd. kuna, kr	30,9	33,9	34,6	38,8	48,5	57,9	55,2	46,2	47,1	49,2
% promjena	30,2	9,8	2,0	12,3	25,0	19,3	-4,6	-16,3	2,0	4,5
Ukupna novčana sredstva (M4), u mlrd. kuna, kr	116,1	128,9	139,9	154,6	182,5	215,8	225,0	227,0	230,0	233,9
% promjena	9,5	11,0	8,6	10,5	18,0	18,3	4,3	0,9	1,3	1,7
Plasmani, u mlrd. kuna, kr	97,5	111,7	127,3	149,2	183,4	210,8	233,0	235,0	237,4	242,1
% promjena	30,0	14,6	14,0	17,2	22,9	15,0	10,5	0,9	1,0	2,0
ZIBOR 3m, u %, pr	4,6	5,5	7,3	6,2	4,3	5,7	7,2	8,9	6,8	5,6
Kamatna st. na trezorske zapise 12m, u %, pr	3,7	4,8	6,5	5,0	3,9	4,2	6,0	6,7	6,3	6,0

¹ Anкета o radnoj snazi prema metodologiji ILO-a (International Labour Organization) pokazuje stopu nezaposlenosti od 9% za razdoblje I.–IX. 2009.

² Bez kapitalnih prihoda (privatizacija), po metodologiji GFS 2001

³ U eurima

Prognoze: Direkcija za ekonomska istraživanja – Raiffeisen Consulting

e – procjena

f – prognoza

kr – kraj razdoblja

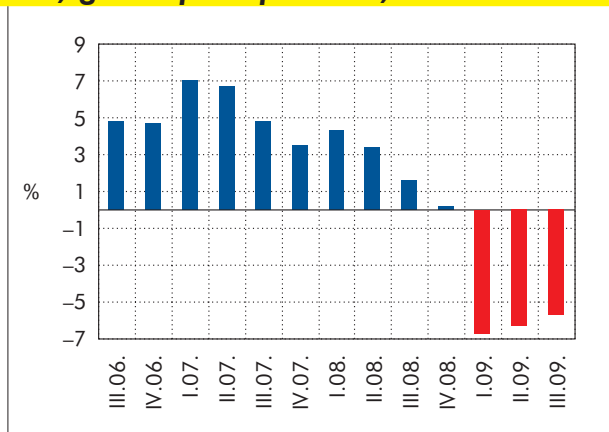
pr – prosjek razdoblja

Izvori: HNB, DZS, MF



Gospodarski oporavak tek u drugoj polovini godine

BDP, godišnje stope rasta, realno



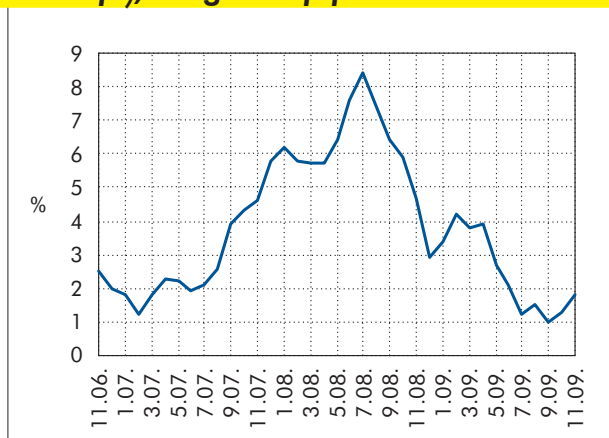
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

BDP, godišnje stope rasta, realno

Godina	2007.	2008.	2009.e	2010.f	2011.f
Hrvatska	5,5%	2,4%	-6,0%	-0,9%	2,6%
Bugarska	6,2%	6,0%	-5,0%	0,0%	3,0%
Slovačka	10,6%	6,2%	-4,8%	1,5%	4,5%
Poljska	6,8%	5,0%	1,4%	1,9%	2,6%
Mađarska	1,2%	0,6%	-6,5%	0,0%	2,5%
Slovenija	6,8%	3,5%	-8,0%	0,5%	2,5%
Češka	6,1%	2,3%	-4,5%	1,0%	2,5%
Rumunjska	6,3%	6,2%	-7,0%	1,0%	3,5%
EMU	2,7%	0,5%	-3,9%	1,4%	1,5%
SAD	2,1%	0,4%	-2,5%	2,5%	1,5%

Izvori: WIIW, Raiffeisen istraživanja, Bloomberg

Indeks potrošačkih cijena (stopa inflacije), na godišnjoj razini



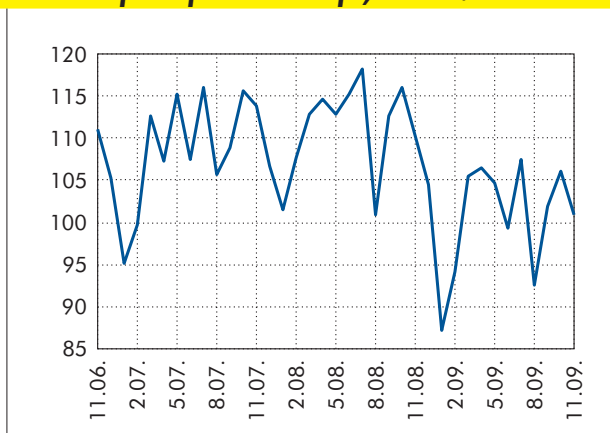
Izvor: DZS

Treće tromjesečje 2009. ujedno je i treće uzastopno tromjesečje u kojem je hrvatsko gospodarstvo ostvarilo pad na godišnjoj razini. Tako je realni pad BDP-a iznosio 5,7%, što je ipak blago usporavanje trenda. Za razliku od prva dva tromjesečja u trećem je na kretanje BDP-a negativan utjecaj imalo i smanjenje potrošnje države (prvi put nakon četvrtog tromjesečja 2003.), dok je za ostale komponente zabilježen slabiji pad nego u prvoj polovini godine (dijelom i zbog baznog učinka). Podaci iz realnog sektora te tržišta rada upućuju na nastavak nepovoljnih kretanja, pa bi realan pad gospodarstva za cijelu godinu mogao dosegnuti 6%. U prvoj polovini ove godine gospodarska aktivnost i dalje će padati s obzirom na to da se tek očekuje vrhunac negativnih kretanja na tržištu rada, a inozemna potražnja sama bez snažnih promjena u domaćem realnom sektoru nije dovoljna da podupre oporavak industrije i pokrene investicijski ciklus. Pozitivan utjecaj koji je do sada donosilo smanjenje deficita u robnoj razmjeni polako će se topiti kako se stope promjene uvoza i izvoza budu izjednačavale, a rastuće cijene sirovina i energije stvarale pritisak u smjeru povećanja manjka robne razmjene. Početak oporavka predviđamo najranije u drugoj polovini iduće godine, s obzirom na uspješnost turističke sezone, ukidanje kriznog poraza, bazni učinak i rastuću inozemnu potražnju.

Nakon što je u trećem tromjesečju prošle godine stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena imala silazni trend (uglavnom zbog visoke prošlogodišnje baze), u četvrtom su se tromjesečju inflatorni pritisci blago intenzivirali. Osim baznog učinka, očekivano najveći doprinos rastu cijena dolazio je od rasta cijena energenata. Zbog smanjenja osobne potrošnje, uzrokovanog smanjenjem raspoloživog dohotka stanovništva, povećanje stope PDV-a i uvođenje trošarina nisu se prevalili na krajnjeg potrošača jer ionako smanjena potražnja stvara pritiske u smjeru pada cijena. Za cijelu 2009. godinu prosječna stopa inflacije trebala bi iznositi 2,4%. U sljedećem razdoblju možemo očekivati nastavak jačanja inflatornih pritisaka s obzirom na poskupljenje plina, koje će zatim utjecati i na kretanje cijena drugih proizvoda, ponajprije na poskupljenje električne energije. Cijene energenata i dalje su ispod realnih tržišnih cijena pa će se tijekom sljedeće dvije godine, u postupku pristupanja Hrvatske Europskoj Uniji, uskladiti administrativno utvrđene cijene.

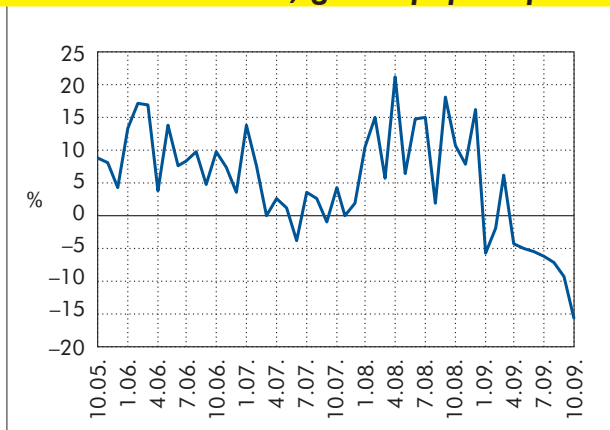
Hoće li recesija potaknuti restrukturiranje industrije?

Izvorni indeks fizičkog obujma industrijske proizvodnje, 2005. = 100



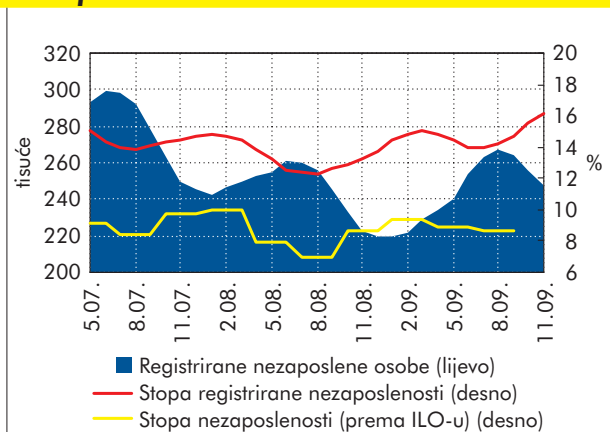
Izvor: DZS

Građevinski radovi, godišnja promjena



Izvor: DZS

Registrirane nezaposlene osobe, stope nezaposlenosti



Izvori: DZS, HZZ

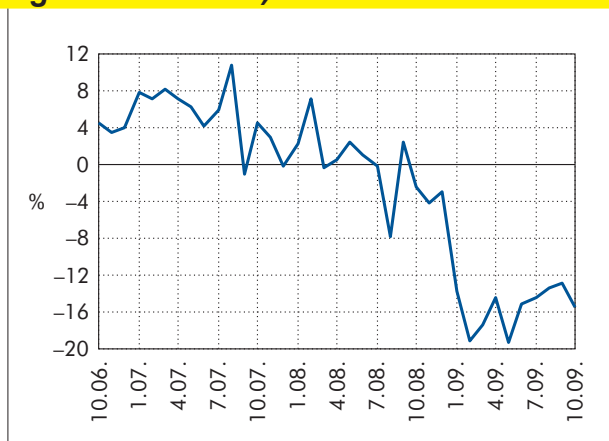
Očekivani povoljni učinak prošlogodišnje baze na kretanje industrijske proizvodnje izostao je u četvrtom tromjesečju, pa su se relativno visoke godišnje stope pada nastavile. Uz to, na ublažavanje pada industrijske proizvodnje utjecao je isključivo rast proizvodnje u djelatnosti energije, što je očekivano s obzirom na početak sezone grijanja. U prvih jedanaest mjeseci obujam industrijske proizvodnje niži je za 9,5%, što je razmjerno visoko, u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Recesija je pokazala da je problem investicijske proizvodnje i njezine nekonkurentnosti strukturni problem, čije rješenje zahtijeva provedbu nužnih reformi. Za održivi gospodarski rast i razvoj potrebno je riješiti strukturne probleme ponajprije onih sektora s niskim tehnološkim intenzitetom, poput brodogradnje i tekstilne industrije, te poticati razvoj onih segmenata koji se koriste novim tehnologijama i znanjima s višom dodatnom vrijednošću odnosno onih industrija koje će posljedično dovesti do više proizvodnosti i zaposlenosti. Međutim, navedeno podrazumijeva i prilagodbu obrazovnog sustava realnom sektoru gospodarstva. Pad industrijske proizvodnje mogao bi se nastaviti i tijekom prva dva tromjesečja ove godine. Početak oporavka možemo očekivati tek u drugoj polovini 2010. godine, kada bi i pozitivna kretanja na inozemnim tržištima mogla imati jači utjecaj.

Tržište rada segment je gospodarstva na koji se recesijska kretanja najkasnije odražavaju. U skladu s time, oporavak gospodarstva zahvatit će tržište rada na kraju. Broj nezaposlenih osoba posljednjih mjeseci raste relativno brzo i približava se broju od 300 tisuća. Snažan rast broja nezaposlenih odražava brojne negativne trendove u gospodarstvu. Smanjenje industrijske proizvodnje smanjilo je i potrebu za radnicima. Prerađivačka industrija, trgovina i građevinarstvo najviše su pogođene grane gospodarstva, pa je i broj otkaza u tim granama najveći. Osim toga, dio poduzeća pokušava smanjenjem broja zaposlenih i preraspodjelom vlastitih kapaciteta smanjiti operativne troškove i spriječiti stečaj. Spomenuto potvrđuje i činjenica da je najveći rast nezaposlenih u dobnoj skupini od 20 do 29 godina, dakle osoba koje prvi put izlaze na tržište rada. U idućem razdoblju očekivani rast nezaposlenosti zasigurno će imati negativne posljedice na osobnu potrošnju zbog smanjenja raspoloživog dohotka, što će još više usporiti oporavak našeg, o potrošnji izuzetno ovisnoga gospodarstva.



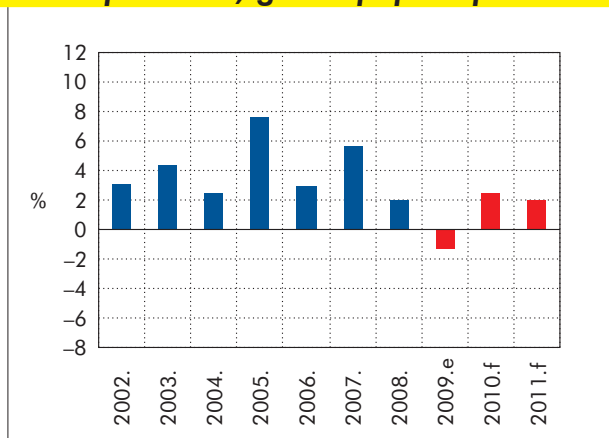
Bez oporavka trgovine, snažan pad prihoda od turizma

Godišnja stopa rasta prometa od trgovine na malo, realno



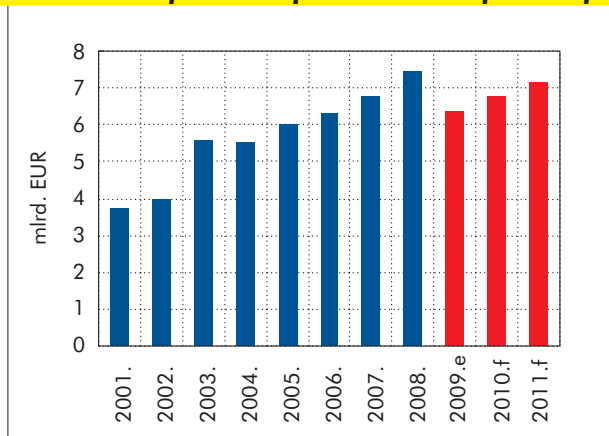
Izvor: DZS

Noćenja turista, godišnja promjena



Izvor: DZS

Prihodi od putovanja iz bilance plaćanja



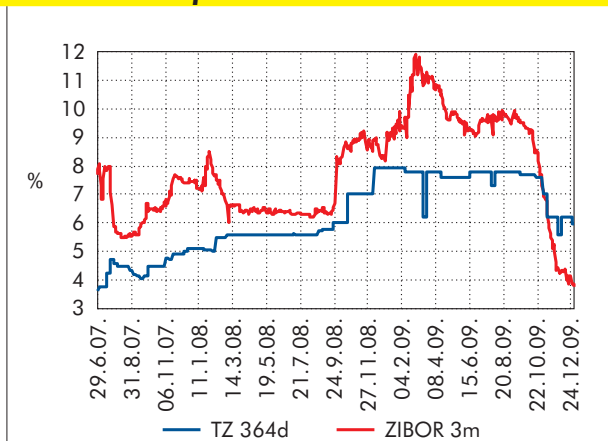
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Iako se, zbog niže baze, s početkom jeseni i približavanjem kraja godine očekivalo usporavanje trenda pada trgovine na malo, dogodilo se suprotno – u trgovini na malo nastavile su se dvoznamenkaste stope pada. Dok je intenzitet pada bio iznenađujući, strukturno gledano pad maloprodaje bio je u skladu s očekivanjima. Najveći pad prošle godine zabilježen je u prodaji novih i rabljenih motornih vozila, dok je prodaja kruha i pekarskih proizvoda te živežnih namirnica blago porasla. Snažan pad maloprodaje prije svega vezan je uz smanjenje raspoloživog dohotka kućanstava, što je pak posljedica rasta nezaposlenosti i povećanoga fiskalnog opterećenja plaća radnika. Navedeni će faktori i u prvoj polovini 2010. utjecati na skromne rezultate u trgovini na malo iako će stopa pada biti bitno manja nego u 2009. Međutim, na niže stope pada snažan utjecaj imat će bazni učinak jer je tijekom cijele 2009. godine trgovina na malo ostvarivala dvoznamenkaste godišnje stope pada. Budući da je BDP u velikoj mjeri ovisan o osobnoj potrošnji, koja je na velikom udaru u razdobljima krize ili recesije, uz odgodu reformi, što će duže trajati oporavak maloprodaje sporije će se oporavljati i gospodarstvo.

Fizički pokazatelji središnje turističke sezone i mjeseca rujna pokazali su da je posljednja turistička sezona bila znatno povoljnija od crnih predviđanja s početka godine. Međutim, posljednji podaci HNB-a upućuju na to da je prihod od turizma u trećem tromjesečju pao za 15,7%. Za cijelu godinu očekujemo da bi prihod mogao biti oko 6,4 mlrd. eura, što je pad od više od jedne milijarde eura u odnosu na 2008. godinu. Na to da će potrošnja turista biti manja upućivali su pokazatelji iz realnog sektora gdje je trgovina na malo ostvarila dvoznamenkaste godišnje stope pada i tijekom turističke sezone. Osim toga, pao je prosječan broj noćenja po dolasku, a radi privlačenja gostiju snižene su i cijene usluga. U budućnosti turizmu je potrebno pozicioniranje i na razini domaćega gospodarstva i na razini globalne turističke ponude. Dok je dobar rezultat u 2009. (što se tiče noćenja i dolazaka) dobrim dijelom posljedica konkurentnih cijena i zemljopisnog položaja Hrvatske, za privlačenje gostiju u 2010. godini morat će se mnogo više učiniti s obzirom na to da će konkurencija zasigurno nastupiti agresivnije. U ovoj godini očekujemo rast turističkih noćenja od oko 2,5% te rast prihoda na godišnjoj razini od oko 6,8%.

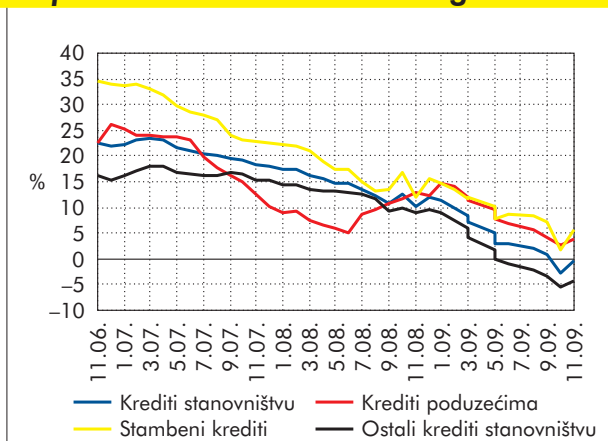
Iznimno visoka volatilnost na tržištu novca u 2009.

Kamatne stope



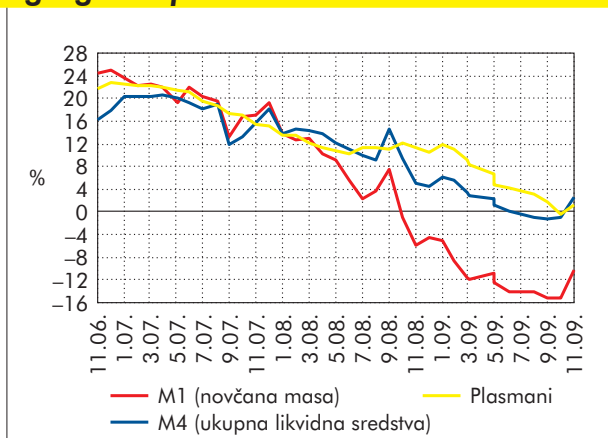
Izvori: reuters.hr, HNB, MF

Stope rasta kredita bankovnog sustava



Izvor: HNB

Godišnje stope rasta monetarnih agregata i plasmana



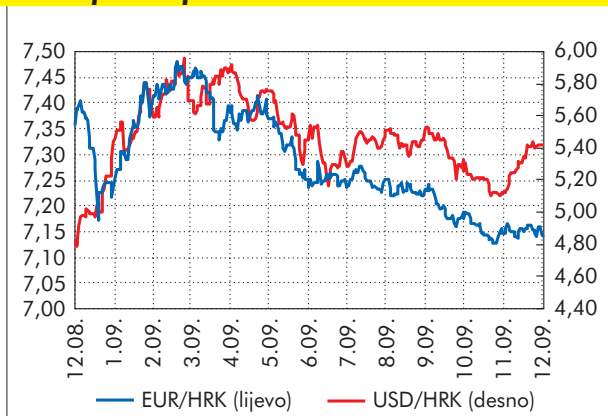
Izvor: HNB

Protekla 2009. godina na tržištu novca će ostati za-bilježena po iznimno visokoj volatilnosti, najvišim i najnižim kamatnim stopama po svim dospijecima, s niskom likvidnošću na početku te s iznimno visokom likvidnošću sustava na samom kraju godine. Smanjena kunska likvidnost i razdoblje povijesno najviših kamatnih stopa u prvom tromjesečju zamijenjeno je stabilizacijom u drugom i trećem tromjesečju, dok je u posljednjem tromjesečju kunska likvidnost bila na iznimno visokoj razini, a kamatne stope na najnižim razinama u posljednjih šest godina. U takvim uvjetima središnja je banka svoju posljednju redovitu obratnu repo aukciju održala sredinom listopada, a likvidnost je dodatno kreirana deviznim intervencijama radi sprečavanja aprecijacije domaće valute u odnosu na euro. HNB se nije koristio restriktivnim mjerama za smanjivanje pritiska na pad cijene novca jer unatoč obilnoj ponudi novca nije bilo porasta kredita ni inflatornih pritiska. Priljev deviza od emitiranoga dolarskoga državnog duga i novo zaduživanje javnih poduzeća u inozemstvu dodatno je podržavalo zadržavanje visoke likvidnosti na tržištu do kraja godine. Unatoč dobroj likvidnosti, monetarni agregati, a osobito novčana masa nastavili su padati odražavajući tako kretanja u realnom sektoru. Ukupna likvidna sredstva zadržala su se razmjerno stabilnima isključivo zahvaljujući rastu deviznih depozita. HNB je ukinuo obvezu banaka da pri rastu kredita iznad 12% godišnje upisuju blagajničke zapise HNB-a, čime se u prethodne tri godine usporavao rast kreditnih plasmana. Pred nama je razdoblje u kojem će središnja banka nastaviti s politikom održavanja stabilnog tečaja kune, ali naravno s većim iskustvom u provođenju intervencija iz prvog tromjesečja 2009. godine i s osnaženim deviznim rezervama, pa očekujemo stabilniju kunsku likvidnost u razdoblju mogućeg rasta napetosti na deviznom tržištu u prvom tromjesečju 2010. Očekujemo da će kunska likvidnost ostati i dalje na razmjerno visokoj razini te da će se kamatne stope kretati u okvirima uobičajenim za razdoblja održavanja obvezne pričuve. Trend pada monetarnih agregata trebao bi se ipak zaustaviti, ali s obzirom na očekivanja u realnom sektoru i na tržištu rada ne vidimo osnovu za njihov značajniji oporavak, barem ne u prvoj polovini 2010. godine. Osim toga na području depozita predviđamo nastavak stagnacije, koju će dodatno potaknuti stabilizacija i blago snižavanje razine kamatnih stopa na depozite u ponudi banaka.



Aprecijacijski pritisci na domaću valutu obilježili kraj 2009.

Srednji tečaj HNB-a



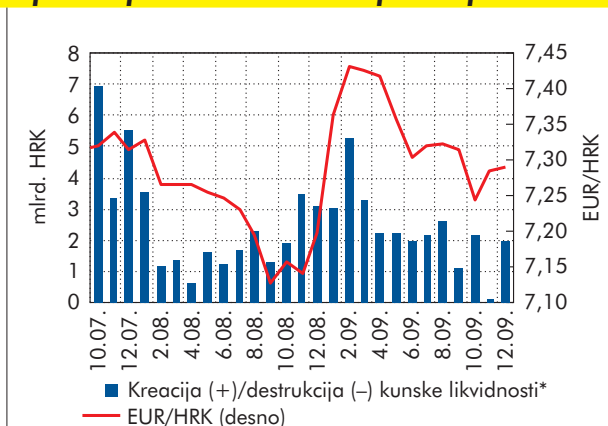
Izvor: HNB

Srednji tečaj HNB-a

Valuta	Srednji tečaj 31.12.2009.	Promjena u odnosu na: 31.12.2008.		
		Tečaj	Kretanje	%
EUR	7,3062	7,3244	↓	-0,25
USD	5,0893	5,1555	↓	-1,28
CHF	4,9094	4,9111	↓	-0,03
GBP	8,0740	7,4845	↑	7,88

Izvor: HNB

Operacije HNB-a i srednji tečaj



* Ukupan učinak deviznih intervencija i obratnih repo aukcija na kretanje novčane mase; Izvor: HNB

Prognoza tečaja

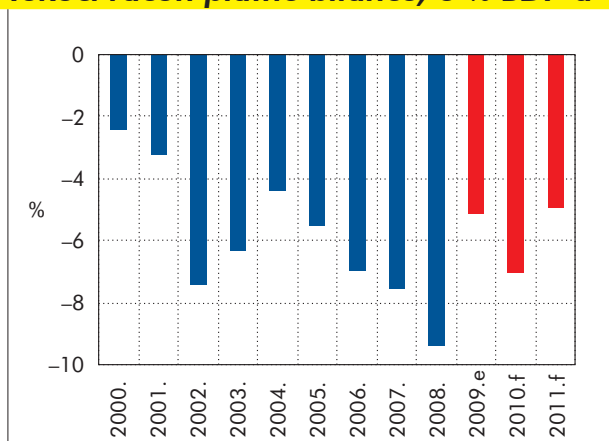
	2010.f	2011.f
EUR/HRK, pr	7,40	7,45
EUR/HRK, kr	7,45	7,50
USD/HRK, pr	5,14	5,32
USD/HRK, kr	5,44	5,36

Završetak središnje turističke sezone nije donio uobičajen rast tečaja EUR/HRK, već je posljednje tromjesečje obilježeno aprecijacijskim pritiscima na domaću valutu. Sa smanjenom percepcijom rizika prema tržištima u razvoju druga polovina godine polako je "otvorila vrata" inozemnim izvorima financiranja (iako osjetno skupljim nego u razdoblju prije krize), pa je osim izlaska države na inozemna tržišta kapitala priljev deviza pristizao i od zaduživanja javnih poduzeća i korporativnog sektora stvarajući pritiske u smjeru jačanja domaće valute. Potražnja za devizama bila je nešto niža i zbog znatno smanjene vanjskotrgovinske razmjene odnosno snažnog pada uvozne aktivnosti, koja je obilježila cijelu 2009. godinu. Osim toga, razmjerno velika potražnja za upisom trezorskih zapisa s valutnom klauzulom podržavala je nižu razinu tečaja EUR/HRK. Unatoč vrlo velikoj kunskoj likvidnosti višak novčanih sredstava ostajao je uglavnom neplasi-ran i tako nije dozvoljavao slabljenje kune. Središnja je banka tečaj održavala stabilnim sprečavajući njegov daljnji pad trima deviznim intervencijama. Staru smo godinu tako zaključili sa srednjim tečajem na razini malo višoj od 7,30 kuna za euro.

U prvom ovogodišnjem tromjesečju dopijeva razmjerno velik iznos inozemnih obveza, i korporativnog sektora i sektora države, koji će utjecati na kretanja tečaja EUR/HRK. Još uvijek je relativno neizvjestan način na koji će država podmiriti dospjeće euroobveznice i kunske državne obveznice. U slučaju izlaska na inozemna tržišta kapitala i moguće konverzije deviza na domaćem tržištu moguć je nastavak aprecijacijskih pritisaka iako je izglednije da će se konverzija u domaću valutu izvršiti polagano preko središnje banke bez značajnijeg utjecaja na tečaj. S druge strane, podmirivanje inozemnih obveza korporativnog sektora, izuzetno visoka likvidnost i niske kamatne stope otvaraju mogućnost deprecijacije domaće valute. Smanjena uvozna aktivnost pritom će znatno manje podržavati rast tečaja nego prethodnih godina. Nastavak godine donijet će stabilizaciju tečaja na razine oko 7,40 kuna za euro, s već uobičajenim sezonskim kretanjima tijekom ljetnih mjeseci. Naposlijetku, sasvim je sigurno da će monetarna politika u 2010. ostati dosljedna svom temeljnom cilju očuvanja stabilnosti cijena i tečaja.

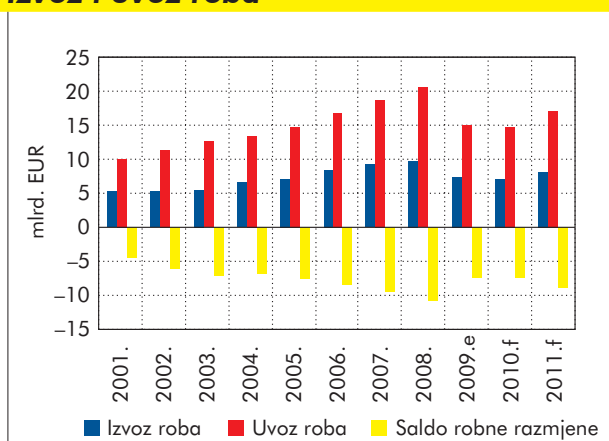
Rast inozemnog duga prema razinama BDP-a

Tekući račun platne bilance, u % BDP-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Izvoz i uvoz roba



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Vanjski dug i udjeli

Tromjesečja	Vanjski dug (u mil. EUR)	Vanjski dug:		Međunarodne pričuve (udio u vanjskom dugu)
		u % BDP-a	u % izvoza robe i usluga	
III.06.	27.372	71,3%	165,9%	29,7%
IV.06.	29.274	74,9%	172,3%	29,8%
I.07.	30.149	75,4%	175,9%	31,6%
II.07.	31.058	75,9%	175,9%	29,5%
III.07.	31.227	74,5%	172,2%	28,2%
IV.07.	33.253	77,6%	181,5%	28,0%
I.08.	34.967	79,5%	188,3%	28,1%
II.08.	35.409	78,3%	185,5%	28,1%
III.08.	36.259	77,9%	182,7%	27,1%
IV.08.	39.346	83,0%	197,7%	23,2%
I.09.	39.230	83,4%	200,8%	22,6%
II.09.	40.806	87,8%	220,9%	22,1%
III.09.	42.760	93,6%	242,2%	21,8%

Izvor: HNB

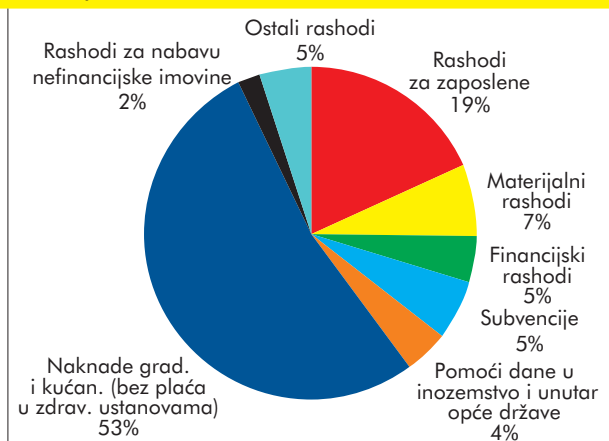
Za treće tromjesečje uobičajeni suficit tekućeg računa platne bilance u 2009. smanjio se u odnosu na isto razdoblje 2008., za 7,5%. S obzirom na blago usporavanje pada BDP-a u istom razdoblju udio deficita tekućeg računa platne bilance u BDP-u porastao je na 6,2%. Osnovni razlog pada suficita jest očekivano dvoznamenkasto smanjenje prihoda od turističke djelatnosti u odnosu na prethodnu godinu. Negativan doprinos računa roba kretanjima bilance tekućih transakcija u promatranom je razdoblju bio znatno blaži nego prethodne godine s obzirom na to da je robni uvoz padao znatno brže od robnog izvoza. Za cijelu 2009. godinu očekujemo da bi deficit tekućeg računa platne bilance mogao iznositi 5,2% BDP-a, s obzirom na kontrakciju gospodarstva od 6%. Budući da se prošlogodišnjim dvama izlascima države na inozemno tržište kapitala pokazalo postojanje solidnog interesa za državnim obveznicama, financiranje deficita ne bi trebalo biti veći problem u uvjetima smanjenih inozemnih izravnih investicija. U 2010. robna bi se razmjena s inozemstvom trebala početi oporavljati. S obzirom da očekujemo negativne promjene u uvjetima razmjene zbog očekivanog rasta prosječne cijene energije i sirovina u 2010. godini, doći će i do povećanja deficita tekućeg računa platne bilance.

Treće tromjesečje prošle godine donijelo je nastavak rasta ukupnoga inozemnog duga, koji je prema posljednjim podacima HNB-a dosegnuo 42,8 mlrd. eura, odnosno 93,6% BDP-a. Dok je u srpnju došlo do blagog pada vanjskog duga djelomično zahvaljujući otplati obveznice iz 2004. godine, u kolovozu i rujnu trend se rasta intenzivirao, što pokazuje mjesečni rast za nešto više od jednu milijardu eura. Najveći doprinos rastu obveza prema inozemnim vjerovnicima došao je od rasta izravnih ulaganja i veće aktivnosti trgovačkih društava na inozemnim tržištima. Sektori banaka i države nastavili su smanjivati svoj udio u ukupnom inozemnom dugu pa je on na kraju rujna za banke iznosio 23,9%, a za državu 9,6%. U zadnjem tromjesečju protekle godine očekujemo nastavak umjerenog rasta inozemnog zaduživanja. Po strukturi duga, udio države trebao bi se povećati s obzirom na drugi izlazak na međunarodno tržište kapitala. Uz to, početkom ove godine povećat će se potreba države za refinanciranjem postojećih obveza, najvjerojatnije na inozemnom tržištu. Unatoč usporavanju trenda rasta inozemnog duga u odnosu na prethodne godine, zbog veće kontrakcije gospodarstva povećat će se udio duga u BDP-u.



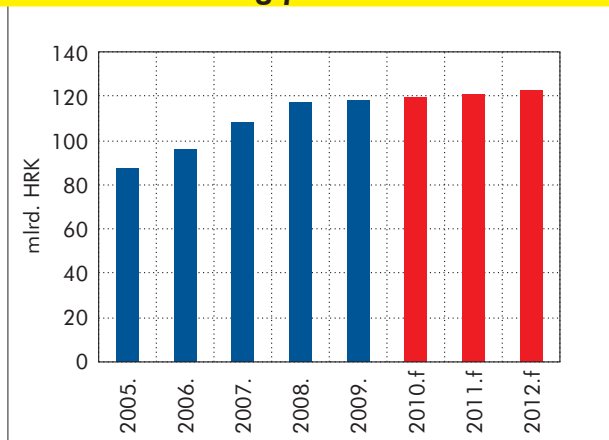
Proračun 2010. – bez promjena

Struktura rashoda državnog proračuna, 2010.



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Rashodi državnog proračuna*



*procjena MF-a

Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Javni dug

mil. HRK	Dug opće države	Udio u BDP-u bez jamstava i HBOR-a, u %	Jamstva	Ukupan javni dug*	Udio u BDP-u
2002.	71.140	34,2	15.579	90.535	43,5
2003.	79.846	35,2	15.327	100.126	44,1
2004.	92.671	37,7	12.275	110.722	45,1
2005.	101.061	38,2	12.223	120.419	45,6
2006.	102.210	35,7	14.188	124.084	43,3
2007.	104.069	33,1	17.399	131.131	41,7
2008.	99.468	29,1	33.763	144.044	42,1
2009.e	112.946	34,3	35.763	159.522	48,4
2010.f	125.309	37,2	34.763	170.885	50,7

* sa HBOR-om i jamstvima

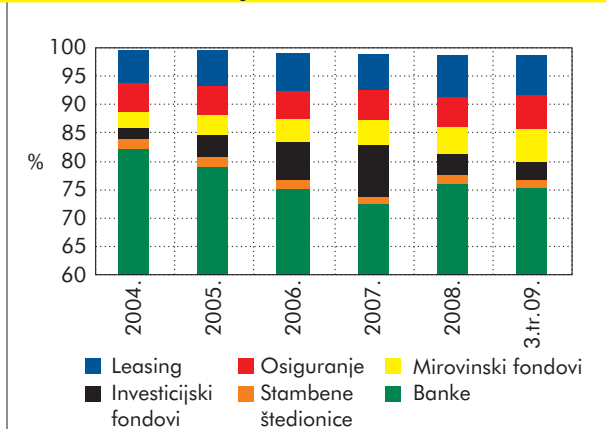
Izvori: MF, DZS, Raiffeisen istraživanja

S obzirom na očekivanja u realnom sektoru i na tržištu rada izgledno je da se planirani proračun za 2010. neće ostvariti na prihodnoj strani, pa bi Vlada već u prvoj polovini godine mogla posegnuti za rebalansom proračuna. Uz planirane rashode, niže prihode te još uvijek prisutne rizike aktiviranja državnih jamstava proračunski deficit u 2010. mogao bi dosegnuti 3,7% BDP-a. Međutim, sama visina proračunskog deficita nije problem, osobito zbog toga što ne očekujemo poteškoće u vezi s njegovim refinanciranjem. Problem leži u strukturi i visini rashoda državnog proračuna. Naime, i s novim proračunom propustili smo priliku za bitne strukturne promjene javnih financija, koje su još jednom postavljene tako da ne pokazuju tendenciju smanjenja rashoda te potrebnih strukturnih promjena. Srednjoročno, fiskalna politika čini sve veći uteg održivom rastu i razvoju gospodarstva. Recesijska kretanja potvrdila su navedenu tezu jer je u uvjetima pada gospodarstva ekspanzivna fiskalna politika i njezino anticikličko djelovanje onemogućeno teretima iz prošlosti odnosno odgodama provođenja reformi. Aktivno vođenje fiskalne politike važnije je ako se zna da automatski stabilizatori fiskalne politike u Hrvatskoj imaju poprilično slab utjecaj. Fiskalna politika trebala bi preuzeti proaktivnu ulogu u smanjenju ukupne javne potrošnje i poboljšanju njezine učinkovitosti. Prostora za navedeno ima osobito u segmentima javne uprave, zdravstva, mirovinskog sustava, subvencija i javne nabave. Ostaje nam samo nada da će kreatori fiskalne i gospodarske politike zanemariti činjenicu da se približavamo predizbornom razdoblju parlamentarnih izbora te tijekom godine napraviti bolne, ali i nužne reforme javnog sektora te zajedno s monetarnom politikom odigrati aktivnu ulogu u pronalaženju rješenja za početak oporavka i postavljanja novih temelja rasta gospodarstva.

Rastući manjak proračuna opće države te dospjeća obveza rezultat će i rastućom potrebom za financiranjem i povećanjem javnog duga u BDP-u. Iako se još uvijek nalazimo daleko od kriterija iz Maastrichta, u maloj i otvorenoj ekonomiji, na stupnju razvoja na kojem se nalazi Hrvatska potrebno se zapitati je li dinamika takvog rasta održiva. Osim toga, ekspanzija državnih jamstava te neadekvatna struktura državnih subvencija upućuju na sve probleme realnoga javnog sektora. U 2010. godini udio javnog duga (s uključenim jamstvima i dugom HBOR-a) mogao bi premašiti 50%, a izuzmemo li jamstva i HBOR, 37%.

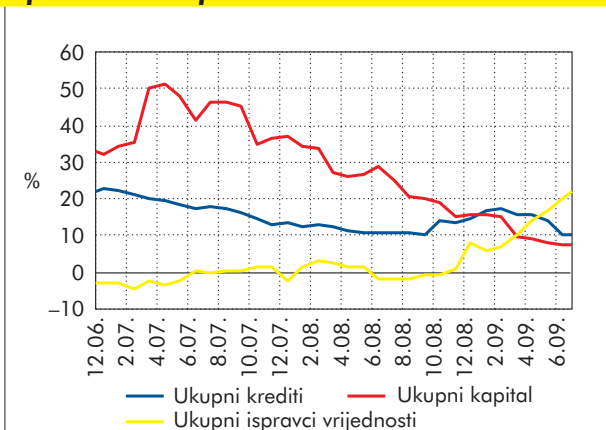
Simplifikacija potražnje

Hrvatski financijski sektor, struktura



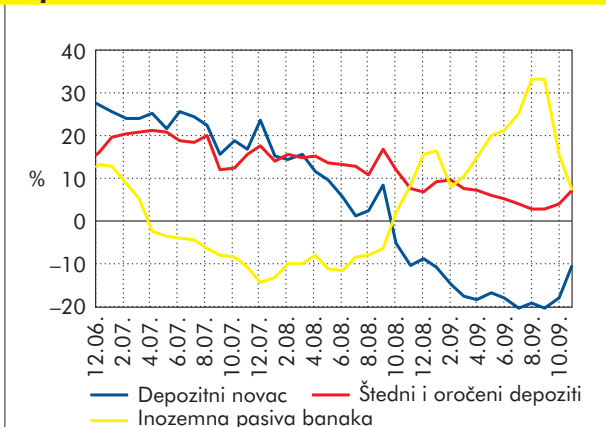
Izvori: HNB, HANFA

Godišnja stope rasta kredita, kapitala i ispravaka vrijednosti



Izvor: HNB

Godišnja stopa rasta inozemne pasive i depozita banaka

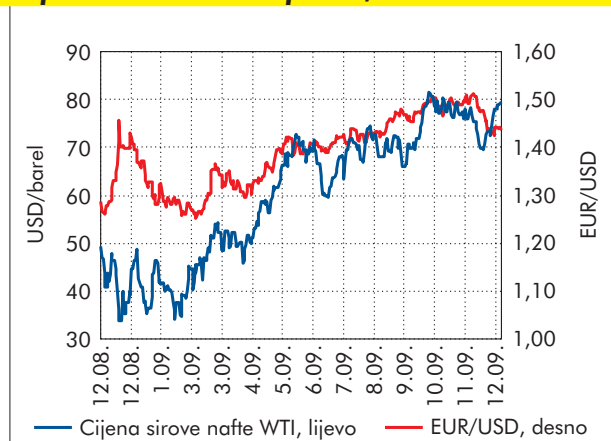


Izvor: HNB

U zadnjem tromjesečju 2009. hrvatski financijski sustav napokon je dosegao visoku razinu likvidnosti. Nestale su napetosti na tržištu novca vezane uz početak mjesečnog razdoblja izdvajanja obvezne pričuve, a višak ponude na deviznom tržištu održavao je neprekidni aprecijacijski pritisak na kunu i omogućavao monetarnim vlastima održavanje stabilnosti tečaja kao osnovnoga monetarnog sidra financijske stabilnosti. Nakon šokova kojima je financijska industrija bila izložena u prvom polugodištu stabilizirani uvjeti poslovanja uz zadržavanje visoke razine konkurencije financijskih institucija idealan su okvir za razvoj ponude financijskih usluga. Međutim, zbog recesije gospodarstva financijska industrija suočena je s novim izazovom – smanjivanjem potražnje za financijskim uslugama. Odvija se proces simplifikacije potražnje u kojem klijenti izbjegavaju korištenje kompliciranih financijskih proizvoda koji uključuju veći sadržaj financijske usluge, čime se sužava ukupni prihod financijske industrije. Stoga se konkurencija među financijskim institucijama prenosi sa strane prihoda na rashode. Dominantna borba unutar sektora ponude financijskih usluga sve se više odvija na području smanjivanja troškova poslovanja i postizanja niže cijene po transakciji. Financijska se industrija zbog recesije također suočava s gubicima na vrijednosti portfelja. Dok su gubici na portfelju vlasničkih vrijednosnica pretežno ostvareni u 2008., gubici na portfelju dužničkih vrijednosnica zabilježeni su u prvom polugodištu 2009. zbog rasta državnog rizika, a u drugom polugodištu zbog rasta korporativnog rizika. Ti gubici doveli su do smanjivanja udjela investicijskih fondova na financijskom tržištu te do jačanja udjela banaka unatoč usporavanju rasta kreditnog portfelja. Međutim, kriza se s vremenskim odmakom odražava na rast gubitaka u kreditnom portfelju. Tako je u prva tri tromjesečja 2009. gubitak banaka na osnovi umanjenja vrijednosti kredita dvostruko veći nego u cijeloj 2008., s tendencijom nastavka rasta i u 2010. Uz snižavanje kreditne potražnje stanovništvu i očekivano povećanje ponude kredita poduzećima upravo će nastavak rasta otpisa nenaplativih kredita imati najveći utjecaj na poslovanje banaka i u 2010. U protekloj su godini zbog potrebe financiranja državne potrošnje dolazili impulsi na rast kamatnih stopa na domaće depozite i na kredite. Za 2010. najavljena je aktivnija uloga monetarne politike i paket mjera za državnu intervenciju u gospodarstvu. U tim uvjetima možemo očekivati smanjivanje kamatnih stopa.

Oporavak potražnje donosi i rast cijena nafte

Cijena nafte i tečaj EUR/USD



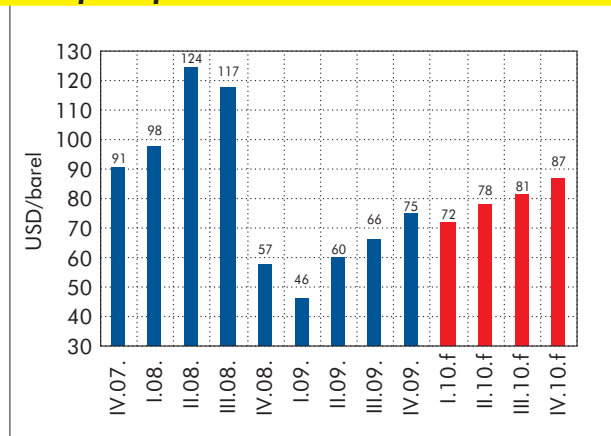
Izvori: Bloomberg, HNB

Svjetska potražnja i ponuda sirove nafte, u mil. barela po danu

	2006.	2007.	2008.	2009.e	2010.f
OECD	49,6	49,2	47,6	45,5	45,5
– OECD Europa	15,7	15,3	15,3	14,6	15,4
– SAD	20,7	20,7	19,5	18,7	18,9
Kina	7,2	7,5	7,9	8,4	8,7
Ukupna potražnja	85,1	86,0	86,2	84,9	86,3
OECD	20,0	19,8	19,3	19,2	18,6
– OECD Europa	5,2	5,0	4,8	4,5	4,0
– SAD	8,3	8,5	7,5	8,0	7,9
Ukupno ne-OPEC	51,2	50,1	50,7	51,3	51,6
OPEC	35,8	35,4	34,2	34,8	35,7
Ukupna ponuda	87,0	85,5	84,9	86,1	87,3

Izvor: IEA

Cijena sirove nafte Brent, prosjek po tromjesečjima



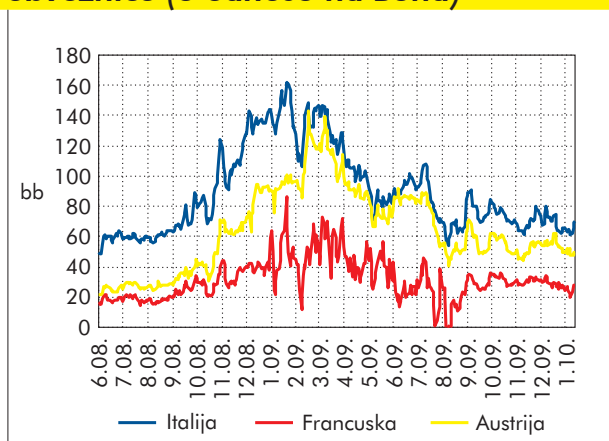
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Nakon što su kraj 2008. i posebno početak 2009. obilježile razmjerno niske cijene nafte, one su krajem 2009. godine rasle. U razdoblju od listopada do prosinca cijena sirove nafte (WTI) s isporukom u sljedećem mjesecu na robnoj burzi u New Yorku kretala se između 69 i 81 dolar po barelu. Početkom prosinca Međunarodna organizacija za energiju (IEA) ponovno je korigirala na više očekivanu svjetsku potražnju za naftom u 2009. i 2010. Prema njihovim očekivanjima potražnja za sirovom naftom u 2009. godini mogla bi dosegnuti 84,9 mb/d te 86,3 mb/d u 2010. godini. Razlog toga treba tražiti prije svega u pozitivnim kretanjima ekonomskih pokazatelja, koji upućuju na oporavak američkoga i kineskoga gospodarstva, dvaju najvećih potrošača sirove nafte na svijetu. Ukupna ponuda nafte u studenome narasla je na 85,8 mb/d (s 84,9 mb/d zabilježenih u rujnu), a generirana je ponajprije rastom ponude zemalja koje nisu članice OPEC-a, dok ponuda zemalja OPEC-a od početka 2009. raste niskom stopom. Posljednja predviđanja pokazuju da bi zadnje tromjesečje 2009. moglo donijeti godišnji rast ukupne svjetske potražnje za sirovom naftom prvi put u posljednjih šest tromjesečja (od drugog tromjesečja 2008.). Dok još prije par mjeseci nije bilo u potpunosti jasno je li rast cijena nafte posljedica rasta potražnje za sirovom naftom kao proizvodnom sirovinom ili je posljedica špekulacija s obzirom na to da je u zadnjem tromjesečju prošle godine dolar bio na izrazito niskim razinama u odnosu na euro, jačanje dolara te istodobni rast cijena nafte na kraju godine pokazali su da pozitivna kretanja cijena nafte ipak upućuju na oporavak svjetskoga gospodarstva. Prema posljednjim srednjoročnim procjenama IEA za razdoblje od 2008. do 2014. najveći potencijal za rast proizvodnje nafte imaju Nigerija i Irak, obje države članice OPEC-a. Prognoza rasta proizvodnje u Nigeriji temelji se na velikim količinama neiskorištenoga prirodnog bogatstva i stvaranju pozitivnih uvjeta za poslovanje u toj zemlji u posljednjih nekoliko mjeseci, kada je vlada uspjela potpisati primirje s pobunjenicima i provesti niz mjera kako bi privukla strane investitore. Rast očekivane proizvodnje u Iraku povezan je s američkim ulaganjima i interesom za to izuzetno bogato područje. Ipak, valja naglasiti da pri svakoj procjeni rasta proizvodnje spomenutih dviju zemalja u obzir treba uzeti političke i sigurnosne rizike, koji procjenu čine manje pouzdanom.

Inozemni kapital – nikad skuplji, oskudniji, a potrebniji

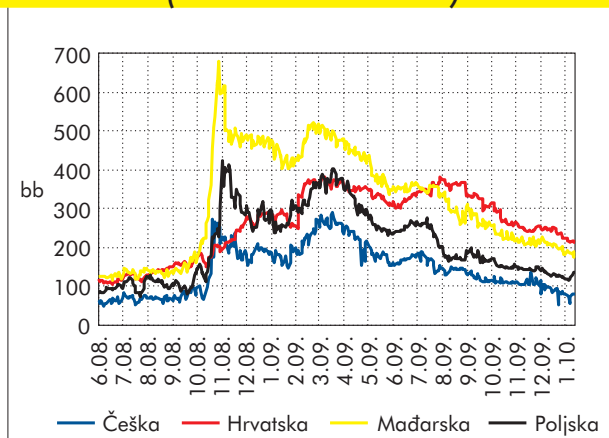
Slom jedne od pet najvećih investicijskih banaka na svijetu – Lehman Brothers – 15. rujna 2008. ekstremno je povećao percepciju rizika, uzrokujući eskalaciju svjetske financijske krize. Povećana percepcija rizika financijskih institucija odnosno banaka paralizira kreditno tržište između banaka, a potom i banaka prema ostalim komitentima. U uvjetima nepovjerenja na međubankovnom tržištu gubi se mogućnost ročne transformacije, pa banke skraćuju rokove dospelja novih kredita. Jača državna potrošnja kao kompenzacija pada privatne potrošnje te rastu proračunski deficiti razvijenih zemalja, što u konačnici rezultira povratnim kretanjem kapitala na svjetskom tržištu. Istodobno, zaustavlja se priljev inozemnoga kapitala na tržišta s višim rizikom (tržišta u razvoju), koja su svoj rast u razdoblju

Razlika u prinosima na 10-god. državne obveznice (u odnosu na Bund)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Razlika u prinosima na 10-god. državne obveznice (u odnosu na Bund)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

do krize uglavnom financirala inozemnim zaduživanjem. Stoga, u prvi plan dolazi problem refinanciranja dospjelih dugova u 2009. godini. Smanjuje se razina međunarodne trgovine, pada privatna potrošnja, proizvodnja, investicije i zaposlenost te u 2009. svjetska ekonomija ulazi u recesiju. Kriza se od tada sve snažnije osjeća u državama tranzicijske Europe te se prelijeva na tržišta dionica i obveznica, devizna i novčana tržišta te naposljetku doводи da znatnog pooštavanja uvjeta zaduživanja te zaustavljanja inozemnoga kreditiranja. Središnje banke razvijenih država reagiraju s iznimno ekspanzivnim monetarnim politikama uz ubrizgavanje likvidnosti u sustav, a takvoj monetarnoj politici pridružuje se i ekspanzivna fiskalna politika. Mjere ekonomske politike na razvijenim tržištima koje su bile usmjerene na oživljavanje financijskog tržišta, povećanje likvidnosti te solventnosti financijskih institucija polako počinju davati rezultate tijekom drugog tromjesečja 2009. Referentne su kamatne stope na međubankovnim novčanim tržištima padale, ali su se i povećale premije rizika, što poskupljuje zaduživanje za rizične zajmoprimce. Premija rizika koja se zaračunava prilikom ulaganja za zemlje tranzicijske Europe imala je veću dinamiku rasta od pada kamatnih stopa na tržištu, što je naposljetku znatno povećavalo i troškove financiranja na svjetskim financijskim tržištima. Ne manje značajan čimbenik od cijene zaduživanja sve do polovine 2009. bila je i oskudnost inozemnih sredstava. Dok su premije rizika za srednjoeuropske tranzicijske države na samom početku krize u 2007. rasle postupno, s razina od 35–40 baznih bodova na 50–100 baznih bodova, a za tranzicijske države s jugoistoka Europe na 100–150 baznih bodova, ubrzano prelijevanje krize od trećeg tromjesečja 2008. utječe na iznimno snažan rast premije na rizik. Dodatan rast percepcije rizičnosti (osobito izražen u država s većom vanjskom neravnotežom) potaknut je problemima na mađarskom deviznom tržištu i snažnom deprecijacijom mađarske forinte. Većina država suočila se s manjkom likvidnosti, visokim kamatnim stopama i deprecijacijom nacionalne valute u odnosu na euro. Naposljetku, premija rizika bila je pod snažnim utjecajem navoda o visokoj izloženosti banaka pojedinih država eurozone na tranzicijskim tržištima u susjedstvu. Tržite euroobveznica tranzicijske Europe reagiralo je snažnim širenjem *spreadova* državnih obveznica u odnosu na referentne njemačke obveznice odnosno rastom premije rizika. Sve to utjecalo je na rast troškova zaduživanja. Nadalje, s obzirom na visoke



potrebe financiranja u uvjetima krize uz istodobno smanjenje likvidnosti i bijeg kapitala u "sigurna utočišta", kapital je istodobno postao i oskudniji.

U uvjetima povećanog rizika i *spreadovi* na krivulji prinosa državnih obveznica država eurozone (EU15) također su značajno porasli, a ulagatelji su preusmjerili svoju imovinu u razmjerno sigurnije financijske instrumente potraživši sigurno utočište u američkim i njemačkim državnim obveznicama. Prije krize razlike u prinosisima državnih obveznica u usporedbi s referentnom obveznicom (poput njemačkih ili američkih državnih obveznica) nisu se mnogo razlikovale. *Spread* od 100 baznih bodova (bb) činio je iznimku. Međutim, od početka krize *spreadovi* od oko 100 bb više nisu iznimka, a penju se i do 300 bb. Snažan rast troškova financiranja stvorio je zabrinutost da tržište rizik pojedinih država ne procjenjuje na ispravan način. Pod pretpostavkom funkcioniranja tržišnog mehanizma postavlja se pitanje u kojoj mjeri širenje *spreadova* može biti objašnjeno višim proračunskim deficitom i višim javnim dugom, a do koje mjere je to općenito posljedica rasta averzije prema riziku. Prema empirijskim rezultatima *spreadovi* u prinosisima na krivuljama državnih obveznica pozitivno su korelirani s rastom proračunskog deficita i javnog duga jer navedeni pokazatelji upućuju na nedostatak fiskalne discipline te povećani rizik odnosno vjerojatnost (djelomičnog) *defaulta* (neispunjavanje financijskih obveza). Nadalje, spomenuti *spreadovi* povećavaju se s porastom globalne averzije prema riziku, pa se imovina preusmjerava u visoko kvalitetne i sigurne financijske instrumente, kao što su državne

obveznice najvišeg rejtinga. Nakon kolapsa investicijske banke Lehman Brothers utjecaj se deficita i javnog duga na razlike u prinosisima pojačao. Prema nekim procjenama rast proračunskog deficita u odnosu na BDP pojedine države za jedan postotni bod (u odnosu na njemački ili američki promatrani omjer) sada poskupljuje trošak zaduživanja (kamatnu stopu) za oko 12 baznih bodova. Prije krize trošak zaduživanja pod istim uvjetima rastao je za 3,5 baznih bodova. Istodobno rast javnog duga u BDP-u pojedine države za jedan postotni bod (u odnosu na njemački ili američki promatrani omjer) poskupljuje inozemna zaduživanja izdavanjem državnih obveznica za 1,2 baznih bodova u odnosu na 0,2 baznih bodova prije krize. Smanjena dostupnost inozemnoga kapitala u odnosu na razdoblje prije svjetske financijske krize i veća osjetljivost premije rizika na promjene u kreditnoj sposobnosti zajmoprimca trajnije će obilježiti svjetsko financijsko tržište. Iako je sada likvidnost na tržištima vrlo velika, neizvjesnost i rizik i dalje postoje, a prilikom odluke pojedinih država o izlasku na inozemna tržišta treba voditi računa da se ove godine očekuju rekordna izdanja državnih obveznica. Mađarska vlada najavila je izdanja obveznica u vrijednosti od 1,5 mlrd. eura za prvu polovinu godine kako bi refinancirala dospelje svojih obveza. Poljska, koja je na inozemna tržišta kapitala u 2009. izašla prikupljajući sredstva u eurima, jenima, švicarskim francima i dolarima za isto je razdoblje najavila dva nova izdanja – jedno u dolarima, a drugo u eurima. Nadalje, ne treba isključiti ni Rumunjsku, koja je zahvaljujući političkoj situaciji i visokoj cijeni zaduživanja svoj izlazak odgodila za 2010., te Rusiju, Bugarsku i niz drugih manje razvijenih država.

Proračunski deficiti (u % BDP-a)

	2008.	2009.	2010.f	2011.f
Austrija	-0,4	-4,3	-5,5	-5,3
Njemačka	0,0	-3,4	-5,0	-4,6
Francuska	-3,4	-8,3	-8,2	-7,7
Nizozemska	0,7	-4,7	-6,1	-5,6
Italija	-2,7	-5,3	-5,3	-5,1
Španjolska	-4,1	-11,2	-10,1	-9,3
Eurozona	-2,0	-6,4	-6,9	-6,5
UK	-5,9	-12,6	-12,0	-9,0
Poljska	-3,6	-6,3	-6,9	-4,6
Mađarska	-3,7	-4,0	-6,5	-4,7
Češka	-2,1	-5,7	-5,2	-4,6
Slovačka	-2,3	-6,4	-5,5	-4,0
EU-27	-2,6	-7,2	-7,5	-6,8
SAD	-5,7	-12,0	-10,0	-7,0

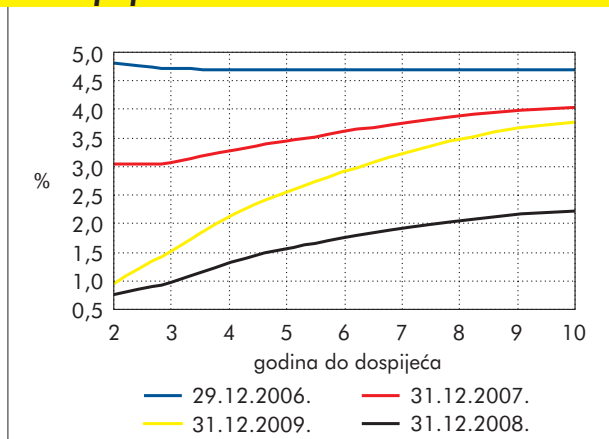
Izvori: Thomson Reuters, Europska komisija, Raiffeisen istraživanja

Naposljetku, valja istaknuti da je kriza i rast premije rizika odnosno rast troškova financiranja te njegova oskudnost još jednom pokazala veliku vanjsku neravnotežu i opasnost vođenja gospodarske politike koja se oslanja na visokoj potrošnji financiranoj uglavnom inozemnim kapitalom. Istodobno, javlja se potreba za strukturnom izmjenom modela tranzicijskog rasta odnosno svim se sudionicima nameće izazov prilagodbe novom modelu rasta koji bi ipak trebao biti utemeljen na domaćim, a ne na inozemnim izvorima štednje.

Izvori:
Mihaljek, D., 2009. "Financijska previranja u središnjoj i istočnoj Europi i fiskalna politika u Hrvatskoj" [online]. Newsletter, br. 40.
Schuknecht, Ludger, Jürgen von Hagen and Guido Wolswijk (2009). "European government bond spreads in the current crisis", VoxEU.org, 21 December.

Godina bogata novim izdanjima

Krivulje prinosa na američke obveznice



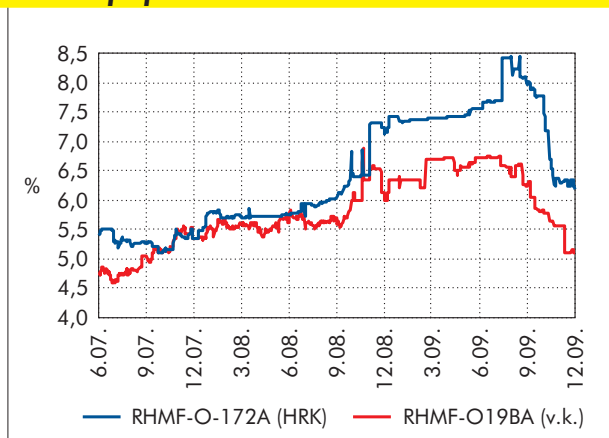
Izvori: reuters.hr, Raiffeisen istraživanja

Prognoze

	I.2010.	II.2010.	III.2010.
SAD			
Referentna kamatna stopa	0,1	0,1	0,1
EURIBOR, 3M	0,3	0,3	0,4
Državne obveznice, 5 god.	2,2	2,2	2,6
Državne obveznice, 10 god.	3,5	3,5	3,8
Eurozona			
Referentna kamatna stopa	1	1	1
EURIBOR, 3M	0,8	1,2	1,4
Državne obveznice, 5 god.	2,4	2,5	3,1
Državne obveznice, 10 god.	3,3	3,3	3,7
Spread	20	20	10

Izvor: Raiffeisen istraživanja

Kretanje prinosa



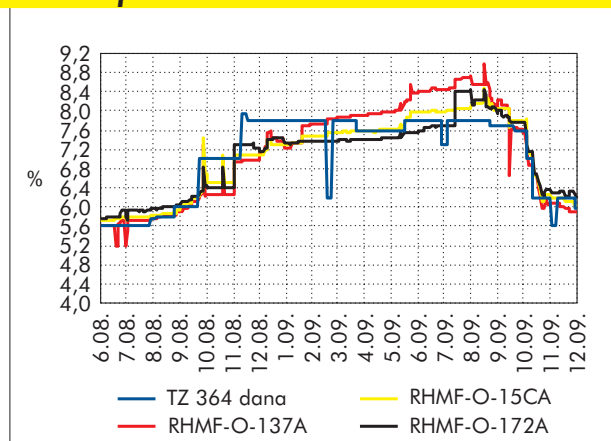
Izvori: reuters.hr, Raiffeisen istraživanja

Podaci iz realnog sektora koji su u trećem tromjesečju upućivali na početak oporavka gospodarstva eurozone nastavili su se i u posljednjim mjesecima 2009., pokazujući da bi se polagani i potencijalno dugi, ali ipak pozitivni trendovi mogli nastaviti i tijekom prvog tromjesečja 2010. Međutim, ponuda novca i kreditna aktivnost prema privatnom sektoru (osobito poduzećima) i dalje je imala silazni trend te je odražavala još uvijek prisutnu neizvjesnost i rizik. Stabilizaciju, a potom i oporavak tog segmenta ne očekujemo prije sredine godine. Naime, unatoč velikoj likvidnosti sustava novac je uglavnom usmjeren u razmjerno sigurne financijske instrumente, državne i korporativne obveznice, a s obzirom na to da bi takva situacija mogla potrajati mjesecima, prijašnja očekivanja EURIBOR-a korigirana su na niže. Kretanja njemačkih državnih obveznica trebala bi stoga tek polagano rasti, a *spreadovi* na krivulji prinosa državnih obveznica država eurozone trebali bi se sužavati. Razmjerno visoka volatilnost prinosa na američke državne obveznice koja traje od svibnja 2009. nastavit će se i tijekom prve polovine 2010. Ako objave s tržišta rada budu jasno upućivale na oporavak i tog segmenta gospodarstva, uz izraženije inflatorne pritiske u prvom tromjesečju, očekujemo da će i tržište početi špekulirati o povećanju kamatnih stopa već u drugom tromjesečju. Posljedično, prinosi na desetogodišnje američke državne obveznice vrlo lako bi mogli dosegnuti (pa i premašiti) razinu od 3,70%. Međutim, čim se pojave lošiji gospodarski pokazatelji, pojavit će se i sumnje u održivost gospodarskog oporavka, pa će oslabjeti očekivanja o povećanju kamatnih stopa odnosno ono će biti odgođeno za kraj godine, što su već sada naša očekivanja. Rezultat toga moglo bi biti i (barem privremeno) smanjenje prinosa prema razinama od 3,2%. Jedan od ključnih čimbenika kretanja na tržištima državnog duga bit će obilata ponuda novih državnih izdanja ne samo razvijenih gospodarstava već i onih tzv. perifernih tržišta Europe i regije SIE. Najavljena nova izdanja na europskom tržištu u ovoj godini premašit će 900 mlrd. eura. Usmjerenost investitora na tržište euroobveznica država regije SIE posljednjih tromjesečja 2009. pokazalo se kao razmjerno dobro ulaganje. Iako nešto sporijom dinamikom, premija rizika nastavila se smanjivati, a sličan trend može se očekivati i u prvom ovogodišnjem tromjesečju. Dok je prognoza za cijelu 2010. razmjerno optimistična, pri čemu očekujemo sužavanje *spreadova* prema razinama pretkriznog razdoblja, prvo bi tromjesečje ipak moglo biti izloženo povećanoj



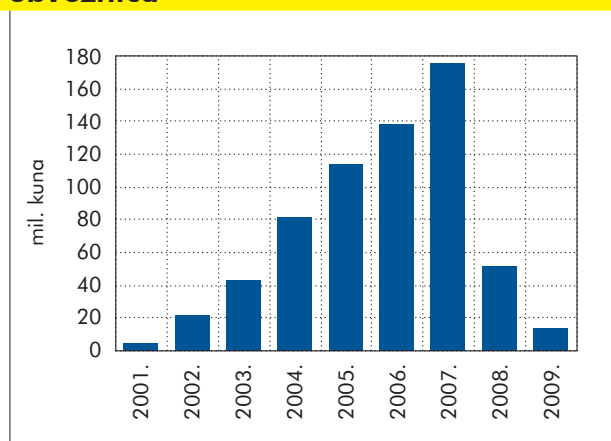
Visoke potrebe za (re)financiranjem

Kunski prinosi



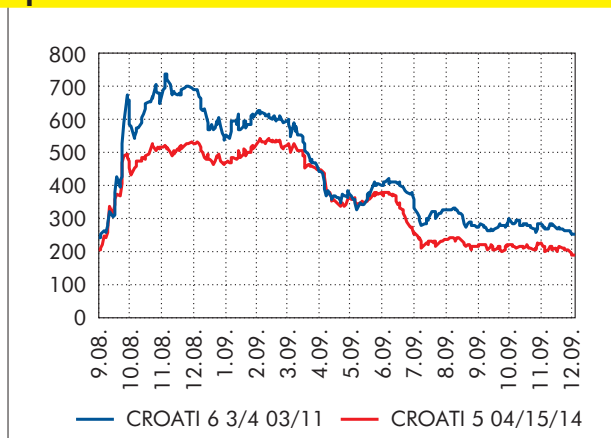
Izvori: MF, Reuters.hr, Raiffeisen istraživanja

Prosječni dnevni promet domaćih obveznica



Izvor: Zagrebačka burza

Spread hrvatskih obveznica



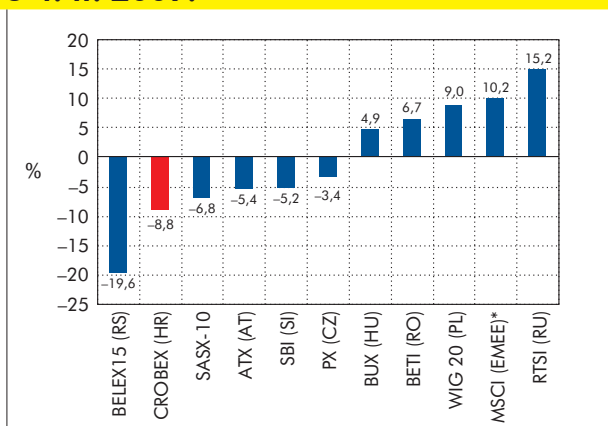
Izvori: Bloomberg, MF, Raiffeisen istraživanja

averziji prema riziku, utjecaju moguće korekcije s razvijenih dioničkih tržišta zbog špekulacija o podizanju referentnih kamatnih stopa te naposljetku još uvijek izraženoj neizvjesnosti glede gospodarskog oporavka. Nadalje, kroz cijelu 2010. u fokusu investitora bit će fiskalna politika. S novim izdanjima u posljednjem tromjesečju 2009. osim Hrvatske izašle su Češka, Poljska i Litva, a pojedine države već su najavile izdanja novih euroobveznica u 2010. (Mađarska, Poljska, Rumunjska, Rusija, Bugarska te niz drugih manje razvijenih država.)

Hrvatska je tijekom studenoga još jednom izašla na inozemno tržište kapitala izdanjem nove, 1,5 mlrd. dolara vrijedne državne obveznice. Interes investitora bio je razmjerno visok, ali su i uvjeti zaduživanja u skladu s trenutačnim stanjem na globalnom tržištu bili pogoršani, odražavajući tako povećanu percepciju rizika stranih ulagatelja. Na domaćem tržištu obveznica i u posljednjem tromjesečju ukupan prijavljeni obujam trgovanja ostao je na skromnim razinama. Visoka likvidnost sustava, zabilježena tijekom posljednjeg tromjesečja, bila je jedan od glavnih čimbenika kretanja na domaćem tržištu obveznica, povećavajući atraktivnost kunskih državnih obveznica i stvarajući pritiske na prinose. Spreadovi u odnosu na referentne njemačke obveznice državnih izdanja vezanih uz euro te euroobveznica, kao i CDS-ovi, nastavili su se smanjivati. Potrebe države za (re)financiranjem i u sljedećem razdoblju ostat će visoke, osobito zbog toga što samo u prvom tromjesečju dospijevaju dvije obveznice, kunsa obveznica i euroobveznica, u vrijednosti od gotovo jednu milijardu eura. Nadalje, recesijska kretanja utjecat će i na lošije punjenje državnog proračuna, a svi navedeni čimbenici potkrjepljuju očekivanja o novom zaduživanju države izdanjem nove obveznice. Unatoč visokoj likvidnosti sustava, veća je vjerojatnost još jednog izlaska na inozemna tržišta. Kratkoročni dug RH, koji je na kraju 2009. iznosio oko 20 mlrd. kuna, nastavit će rasti. Ipak, visoka potražnja za trezorskim zapisima, uz istodobno manju ponudu, mogla bi proizročiti prelijevanje dijela sredstava na obvezničko tržište pa bi se, uz umjerenu potražnju za obveznicama, prinosi mogli nastaviti kretati oko sadašnjih razmjerno niskih razina.

Rusija predvodi rastom

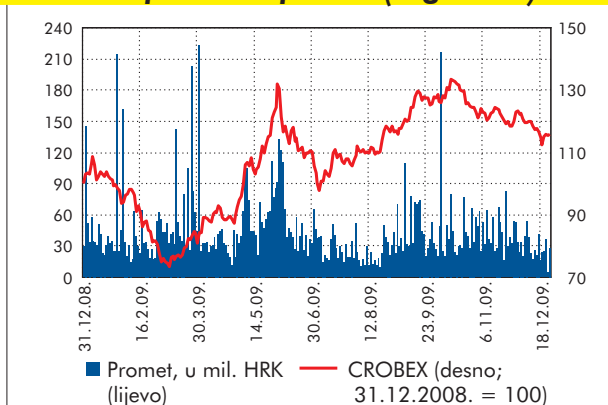
Regionalni indeksi – prinosi u 4. tr. 2009.



* MSCI Emerging Market Eastern Europe
Napomene: U lokalnoj valuti na dan 31.12.2009.
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Regionalni povrati. Većina regionalnih dioničkih tržišta u zadnjem je tromjesečju 2009. godine ipak ostvarila negativne povrate. S druge strane, povoljna makroekonomska situacija u Poljskoj te oporavak nafte i optimistične prognoze za oporavak ruskog tržišta prevagnuli su u pozitivnom predznaku MSCI EMEE indeksa. Rumunjski BET indeks nastavio je rasti i tijekom zadnjeg tromjesečja te je ukupno tijekom 2009. godine narastao čak za 62%. Dvoznamenkasti pad dioničkih indeksa u SIE regiji zabilježen je na burzama u Beogradu i Sofiji. Srpski BELEX15 je tijekom protekle godine izgubio 14% vrijednosti zbog povlačenja stranih investitora s tržišta, koji su u trgovanju zadnjeg tromjesečja sudjelovali s više od polovine prometa.

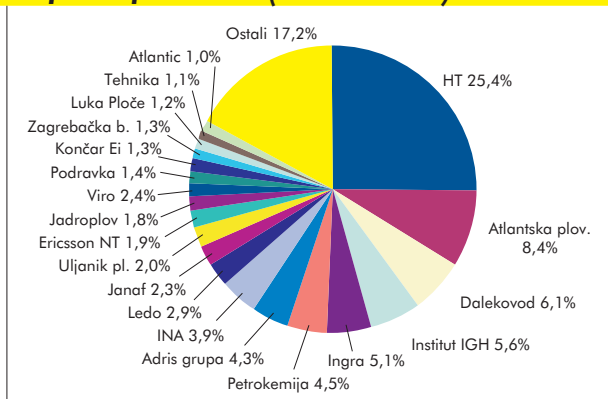
Burzovni promet i prinos (1 godina)



Napomena: Promatrano je razdoblje od 31.12.2008. do 31.12.2009.
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati na domaćem tržištu. Iako dnevni povrati CROBEX-a od svih indeksa u SIE regiji naj snažnije koreliraju s poljskim WIG-20 indeksom, ostvareni povrati ta dva indeksa u zadnjem tromjesečju 2009. bitno se razlikuju. Uz to većina je dionica u tromjesečju ostvarila dvoznamenkaste stope pada, dok je pad CROBEX-a od 8,8% ublažen pozitivnim povratom HT-a (+5,4%), koji u indeksu sudjeluje sa 10,1%. Dionice građevinskih tvrtki u indeksu ostvarile su u prosjeku pad od 32,0% u odnosu na kraj prethodnog razdoblja, a dionice brodarskih tvrtki pale su u prosjeku za 16,4%. Osim HT-a, rast su ostvarile samo dionice tvrtki Ledo, Podravka i Luka Ploče. Na kraju 2009. tržišna kapitalizacija svih dionica kojima se trguje na Zagrebačkoj burzi iznosila je 135,4 mlrd. kuna, što je za 4,7% niže u odnosu na kraj 2008. Udio tržišne kapitalizacije u procijenjenom BDP-u smanjio se u odnosu na prethodno tromjesečje, s 44,8% na 41,2%, ali je bio tek nešto manji nego na kraju 2008., kada je iznosio 41,5%.

Udjeli u prometu (4. tr. 2009.)



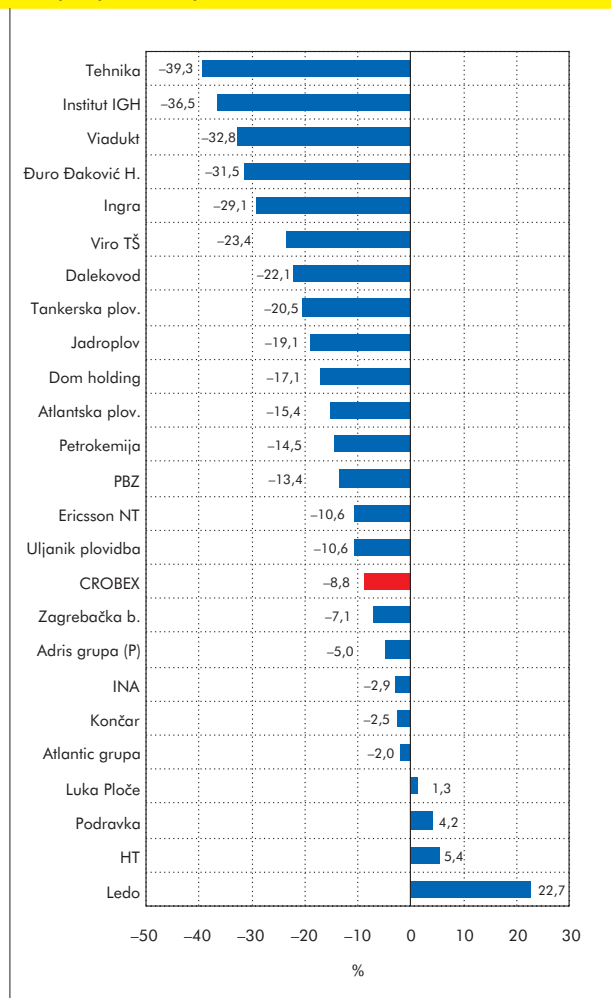
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Prometi dionica. S obzirom da još uvijek nema jasnih pokazatelja ekonomskog oporavka, burzovni promet bili su očekivano niži u odnosu na prethodno tromjesečje. Ukupno ostvareni dionički promet u posljednjem tromjesečju 2009. iznosio je 1,6 mlrd. kuna, što je za 9,1% manje nego u trećem tromjesečju 2009., a za 52,9% manje u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Prosječni dnevni promet dionica iznosio je 25,5 mil. kuna, a u prosincu je pao čak i ispod 20 mil. kuna. Tradicionalno, najviše se trgovalo dionicama HT-a (408,6 mil. kuna) te Atlantske plovidbe (135,1 mil. kuna), a slijedio ih je Dalekovod, s 97,7 mil. kuna. Deset najlikvidnijih dionica sudjelovalo je u ukupnom prometu



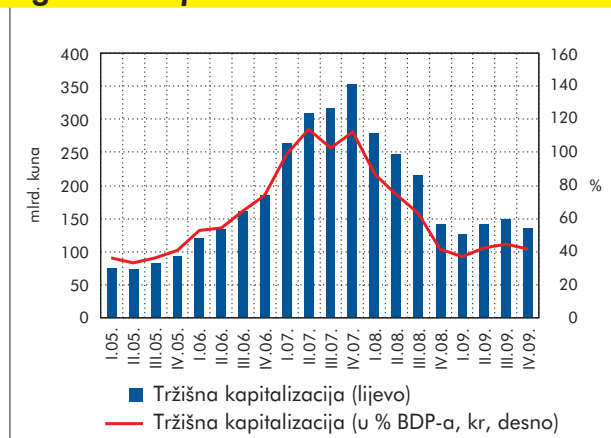
HT uzima 25,4% prometa

Povrati CROBEX sastavnica u 4. tr. 2009.



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Tržišna kapitalizacija dionica kojima se trgovalo i njezin udio u BDP-u



Izvori: Zagrebačka burza, DZS, Raiffeisen istraživanja

sa 68,4%, što u usporedbi sa 71,7% iz prethodnog tromjesečja upućuje na širenje interesa investitora na nešto veći broj dionica u ukupnom trgovanju. Za obuhvaćanje 75% ukupnoga dioničkog prometa bilo je potrebno uključiti 14 dionica, odnosno dvije više nego u trećem tromjesečju 2009. Tijekom posljednjeg tromjesečja 2009. godine trgovalo se s ukupno 176 dionica. I ovaj se put najviše trgovalo dionicama poduzeća iz sektora prijevoza, skladištenja i veza, s ukupnim prometom od 693,6 mil. kuna, a slijedile su ih dionice iz sektora građevinarstva, s 308,7 mil. kuna te sektora prehrane i pića, sa 188,7 mil. kuna.

Usporedni pokazatelji poduzeća. Medijan omjera cijena i zarada sastavnica indeksa CROBEX na kraju 2009. godine iznosio je 9,92, a omjer EV/EBIT 19,22. Usporedbom tih srednjih vrijednosti s pokazateljima grupiranim po industrijama, vidljivo je da su ispod prosjeka dionice građevinskih tvrtki (P/E 4,73, EV/EBIT 18,71), a upravo se vrijednost tih dionica najviše smanjila u posljednjem tromjesečju 2009. Najviše vrijednosti imaju sastavnice indeksa iz sektora prehrane. Za većinu tvrtki u idućoj godini očekujemo lošije rezultate nego u 2009., a s obzirom na očekivani brži oporavak zapadnoeuropskih ekonomija u odnosu na domaće tržište, profitirati bi mogle tvrtke koje su više orijentirane na izvoz. S druge strane, na domaćem bi tržištu rast mogao biti ostvaren kroz potencijalne akvizicije i konsolidaciju unutar sektora. Neke su tvrtke objavile preliminarne rezultate za 2009. godinu. Tako Uprava Dalekovoda očekuje prihod od prodaje u iznosu od 2,2 mlrd. kuna (+17,6% u odnosu na 2008.), uz pad operativne marže, sa 7% na 5%, te zadržavanje neto marže na prošlogodišnjoj razini od 4%. Iz Končara je najavljena neto dobit od 142,7 mil. kuna (+10% u odnosu na 2008.), dok Atlantska plov. i b. očekuje smanjenje gubitka na 4–6 mil. dolara. Atlantic grupa ostaje pri svojim prijašnjim procjenama o rastu prihoda od 7% u odnosu na prethodnu godinu, dok bi operativna dobit trebala iznositi 147 mil. kuna (+13,4%), ne računajući jednokratni utjecaj u iznosu od 7,6 mil. kuna, ostvaren u prvih devet mjeseci 2009.

Korporativne akcije. Vlada i MOL su u studenome potpisali dodatak ugovoru o poslovanju prirodnim plinom, kojim se rok za preuzimanje trgovanja prirodnim plinom produžuje do 1. prosinca 2010. Također, u tijeku je prodaja Ininog maloprodajnog poslovanja gorivom društvu Crobenz d.d. Inače,

Oslonac na defenzivne sektore

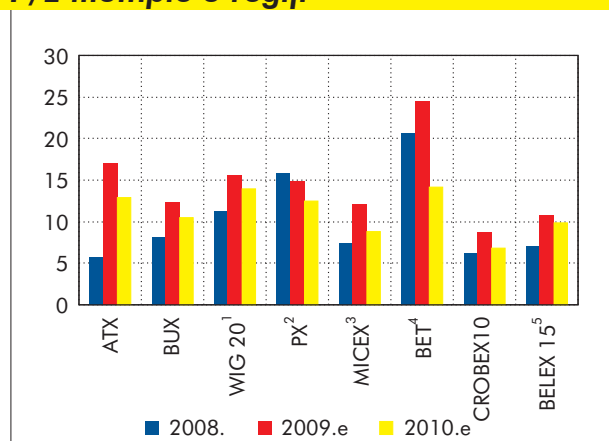
Tržišna kapitalizacija CROBEX sastavnica

Izdavatelj dionice u CROBEX-u	Tržišna kapitalizacija (HRK mlrd)
HT	22.478,40
Zagrebačka banka	16.640,46
INA	16.500,00
PBZ	10.778,72
Ericsson NT	1.764,37
Adris grupa (P)	1.757,08
Atlantić Grupa	1.677,22
Podravka	1.556,97
Ledo	1.475,14
Atlantska plovidba	1.199,39
Končar elektroindustrija	1.090,74
Tankerska plov.	916,92
Dalekovod	728,71
Viro	499,20
Petrokemija	454,39
IGH	407,64
Luka Ploče	339,49
Uljanik plovidba	336,52
Dom holding	292,10
Ingra	274,60
Jadroplov	261,88
Tehnika	247,35
Viadukt	125,29
Đuro Đaković Holding	115,89

Napomena: cijene na 31.12.2009.

Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

P/E multiple u regiji



¹ Poljska (WIG 20): bez CEZ; ² Češka (PX): bez Erste Bank i Vienna Insurance Group; ³ Rusija (MICEX): bez VTB Bank i MTS; ⁴ Rumunjska (BET): bez SSIF Broker; ⁵ Srbija (BELEX 15): bez Alfa Plam, Bambi, Imlek i Metals Banka

Izvori: Thomson Financial Datastream, IBES, Raiffeisen istraživanja

prodaja Crobenza bila je uvjet Agencije za zaštitu tržišnog natjecanja pri preuzimanju Ine. Crobenz je s ukupno 14 benzinskih postaja u 2008. ostvario prihod od 1,2 mlrd. kuna (+22% u odnosu na 2007.), dok je neto dobit iznosila 700 tisuća kuna. Anheuser-Busch InBev je u listopadu prodao svoje operacije u devet zemalja Srednje i Istočne Europe fondu rizičnoga kapitala CVC Capital Partners, za 2,23 mlrd. USD. Tom transakcijom CVC Capital Partners postao je vlasnik udjela od 71,92% u Zagrebačkoj pivovari. U prosincu je Agrokor izdao obveznice ukupne vrijednosti 400 mil. eura. Za osiguranje izdanja garancije su dale tvrtke kćeri koncerna. Na samom kraju godine zaključene su dvije transakcije: Konzum je prodao svoj 100%-tni udjel u društvu Kozmo d.o.o. fondu rizičnog kapitala NEXUS ALPHA; dok je HT pripojio T-Mobile Hrvatska. Ukupno gledano, posljednje tromjesečje 2009. proteklo je bez značajnijih preuzimanja i spajanja, dok u 2010. očekujemo nešto veću aktivnost, odnosno konsolidaciju unutar pojedinih sektora.

Vrednovanje tržišta i očekivanja. Iako je očekivani rast dioničkih tržišta u regiji izostao u prethodnom tromjesečju, za sljedeće tromjesečje i dalje očekujemo negativno kretanje. To očekivanje temelji se na rastu averzije prema riziku zbog očekivanja rasta kamatnih stopa na globalnoj razini. Uz to, za sada nije izvjestan potencijal rasta vodećih američkih pokazatelja, što će općenito negativno utjecati na dionička tržišta. Međutim, pribojavanje od rasta kamatnih stopa je oslabljeno nakon odluke Fed-a da ih se zadrži na niskim razinama. Ipak, negativno bi se ozračje moglo ublažiti zbog razmjerno povoljnog vrednovanja WIG 20 indeksa kao i češkog indeksa zbog velikog udjela sastavnica iz defenzivnih sektora i očekivanog višeg prinosa od dividendi u odnosu na druge indekse. CROBEX10 također bi mogao ostvariti blaži pad, uglavnom zbog pozitivne perspektive pristupanja EU te povoljnog vrednovanja temeljenog na očekivanim zaradama sastavnica u 2010. godini. Suprotno, negativna korekcija mogla bi jače pogoditi ruski indeks koji ima volatilniju prirodu te mađarski BUX zbog slabijih makroekonomskih fundamena. Defenzivni sektori još uvijek su bolji izbor. Za oporavak koji će uslijediti nakon prvog tromjesečja očekujemo da će se odvijati usporenom dinamikom, a uvelike će biti uvjetovan vodećim makroekonomskim pokazateljima.



Raiffeisen istraživanja

Raiffeisen Consulting Direkcija za ekonomska istraživanja

mr. sc. Zrinka Živković Matijević, v.d. direktorica Direkcije; tržište kapitala, makroekonomija, politika, tržište novca i tečaj; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr

Ivana Jurić, ekonomski analitičar; makroekonomija, tržište novca i tečaj; tel.: 01/61 74 349, e-adresa: ivana.juric@rba.hr

mr. sc. Nada Harambašić, glavni financijski analitičar; tržište vrijednosnica; tel.: 01/61 74 870, e-adresa: nada.harambasic@rba.hr

Ana Franin, financijski analitičar; tržište vrijednosnica; tel.: 01/61 74 388, e-adresa: ana.franin@rba.hr

mr. sc. Marijana Cigić, ekonomski analitičar za tržište nekretnina; tel.: 01/61 74 359, e-adresa: marijana.cveljo@rba.hr

Raiffeisenbank Austria

mr. sc. Anton Starčević, glavni ekonomist; tel.: 01/61 74 210, e-adresa: anton.starcevic@rba.hr

Sektor riznice i investicijskog bankarstva

Ivan Žižić, izvršni direktor; tel.: 01/46 95 076, e-adresa: ivan.zizic@rba.hr

Kratice

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

3M – tri mjeseca

bb – bazni bodovi

BDP – bruto domaći proizvod

CHF – švicarski franak

DZS – Državni zavod za statistiku

e – *estimate* (procjena)

ECB – Europska središnja banka

EMU – Ekonomska i monetarna unija

EU – Europska unija

EUR – euro

f – *forecast* (prognoza)

GBP – funta sterlinga

god. – godina, godišnji

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvitak

HNB – Hrvatska narodna banka

HRK – kuna

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

IBES – Institutional Estimate Brokers System

IEA – International Energy Agency (Međunarodna

agencija za energiju)

ILO – International Labour Organization

MF – Ministarstvo financija

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

OECD – Organization for Economic Cooperation and Development (Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj)

OPEC – Organization of the Petroleum Exporting Countries (Organizacija zemalja izvoznica nafte)

PDV – porez na dodanu vrijednost

RH – Republika Hrvatska

SAD – Sjedinjene Američke Države

SIE – države Srednje i Istočne Europe

tr. – tromjesečje

UK – Ujedinjeno Kraljevstvo

USD – američki dolar

v.k. – valutna klauzula

ZND – Zajednica neovisnih država

... – ne raspolaže se podatkom

Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb, Petrinjska 59, 10000 Zagreb, telefon: 01/45 66 466, telefaks: 01/48 11 626, www.rba.hr

Publikacija je dovršena 10. siječnja 2010.

OPĆE NAPOMENE

Ovu publikaciju izrađuje i za nju je odgovorna Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb. Ova publikacija ili bilo koji njezin dio ne može se smatrati ponudom ili pozivom na kupnju bilo koje imovine ili prava. Informacije, mišljenja, analize, zaključci, prognoze i projekcije koji se iznose zasnivaju se na javnim statističkim i ostalim informacijama što potječu iz izvora u čiju se potpunost i točnost Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb pouzdaje, ali za koje ne jamči. Utoliko su informacije, mišljenja, zaključci, prognoze i projekcije izneseni u ovoj publikaciji podložni promjenama koje ovise o promjenama izvora informacija, kao i o promjenama koje nastupe od trenutka pisanja teksta do njegova čitanja. Svi vrijednosni papiri i ostale imovine što se spominju u ovom dokumentu mogu biti predmetom zauzimanja pozicije od strane Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb. Sve takve imovine i prava mogu nositi rizik na čiju procjenu stavovi izneseni u ovom dokumentu ne mogu utjecati. Dokument ili njegovi dijelovi ne mogu se kopirati, ili na bilo koji drugi način reproducirati bez navođenja izvora.

