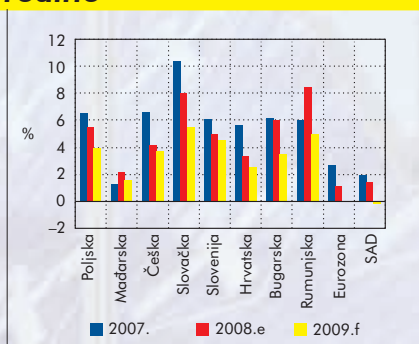


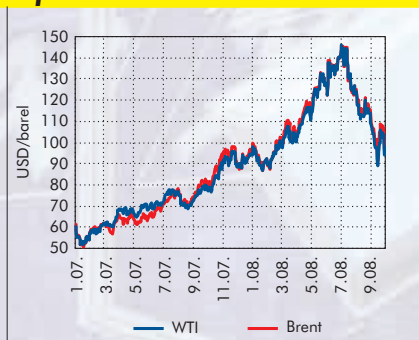
## Negativni utjecaji sa zapada

### BDP, godišnje stope rasta, realno



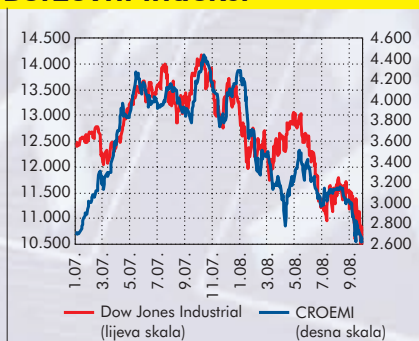
Izvori: Raiffeisen istraživanja, Bloomberg

### Cijene sirove nafte



Izvor: Bloomberg

### Burzovni indeksi



Izvori: Raiffeisen istraživanja, Bloomberg

Posljednjih mjeseci u svijetu većina pozornosti se preusmjerila sa snažnih inflatornih pritiska na krizu u globalnom financijskom sustavu koja je započela sredinom prošle godine problemima na tržištu sekundarnih hipotekarnih kredita. Navedenom krizom najviše je pogođen američki financijski sustav što je, nakon nekoliko stečajeva uglednih financijskih institucija, dovelo do potrebe da američka vlada i Fed reagiraju te tako izbjegnu daljnje produbljivanje problema. Brza i efikasna reakcija vlada europskih zemalja i ECB-a na novonastalu situaciju spriječila je značajnije širenje krize na europsko financijsko tržište. Međutim, ne smiju se zaboraviti niti sekundarni dalekosežni učinci koje će slom dijela financijskog tržišta imati na globalno gospodarstvo. Smanjenje potrošnje i investicija dovesti će do značajnijeg usporavanja aktivnosti, a vjerojatno i do recesije, u gospodarstvima SAD-a i eurozone. Nepovoljni globalni trendovi već imaju utjecaj na gospodarska kretanja u zemljama u razvoju, a rast BDP-a već je usporen i u većini CEE i SEE zemalja. Također, ne smijemo zaboraviti niti pojačane rizike za male i otvorene ekonomije u uvjetima averzije investitora prema preuzimanju rizika. Hrvatska će izbjeći direktne posljedice svjetske financijske krize s obzirom da domaći bankarski sustav krasi visok stupanj likvidnosti i kapitaliziranosti, a i većina prihoda generirana je klasičnim depozitno-kreditnim aktivnostima. Ipak pesimizam investitora na globalnoj razini prenio se i na domaće tržište kapitala, a zabilježeni pad dijelom je i posljedica neodržive dinamike rasta tijekom prethodnih nekoliko godina. Istovremeno, s problemima u globalnom gospodarstvu rastu i rizici odnosno izazovi za Hrvatsku. U narednom razdoblju moguće je očekivati negativan utjecaj na kretanja u domaćem gospodarstvu prvenstveno zbog smanjenja investicija te slabljenja inozemne potražnje za našim dobrima i uslugama. S obzirom na trenutno visoke cijene kapitala mogu se očekivati manja ulaganja u građevinskom sektoru, gdje je rok povrata na investiciju iznimno dug, a rast ulaganja bi mogli zabilježiti u energetsom i IT sektoru. Prema našem mišljenju dugoročno najisplativija ulaganja za državu bi bila ona u ljudski kapital odnosno u obrazovni sustav te tržište rada. U pogoršanom gospodarskom okruženju vlada će morati najviše napora usmjeriti prema intenziviranju strukturnih reformi, očuvanju životnog standarda građana te zadržavanju državne potrošnje pod kontrolom. Institucije EU i dalje poseban naglasak stavljaju na borbu protiv korupcije te povećanje efikasnosti sudstva. Na gospodarskom planu najveći izazov predstavljat će reforme potrebne za zatvaranje poglavlja pregovora Tržišno natjecanje od kojih će najznačajnije biti skorašnje restrukturiranje te privatizacija brodogradilišta.



## Sadržaj

### POKAZATELJI

|                                                     |   |
|-----------------------------------------------------|---|
| Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja ..... | 3 |
|-----------------------------------------------------|---|

### BDP I INFLACIJA

|                                                       |   |
|-------------------------------------------------------|---|
| Razdoblje sporijeg gospodarskog rasta pred nama ..... | 4 |
|-------------------------------------------------------|---|

### INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA I NEZAPOSLENOST

|                                                          |   |
|----------------------------------------------------------|---|
| Sporiji rast industrije i smanjenje nezaposlenosti ..... | 5 |
|----------------------------------------------------------|---|

### TRGOVINA I TURIZAM

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| Teža vremena za domaći turizam ..... | 6 |
|--------------------------------------|---|

### KAMATNE STOPE I MONETARNI AGREGATI

|                                              |   |
|----------------------------------------------|---|
| Očekivano smanjenje razine likvidnosti ..... | 7 |
|----------------------------------------------|---|

### TEČAJ

|                                    |   |
|------------------------------------|---|
| Manja likvidnost – jača kuna ..... | 8 |
|------------------------------------|---|

### PLATNA BILANCA I VANJSKI DUG

|                                             |   |
|---------------------------------------------|---|
| Ponovno pogoršana vanjska neravnoteža ..... | 9 |
|---------------------------------------------|---|

### DRŽAVNI PRORAČUN

|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| Ključni izazov – zadržavanje rashoda pod kontrolom ..... | 10 |
|----------------------------------------------------------|----|

### FINANCIJSKI SUSTAV

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| Kraj kreditne ekspanzije ..... | 11 |
|--------------------------------|----|

### SVJETSKI TRENDVI

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| Cijene nafte prema fundamentalnim razinama ..... | 12 |
|--------------------------------------------------|----|

### M&A TRENDVI

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| Rast M&A aktivnosti u Hrvatskoj i regiji ..... | 13 |
|------------------------------------------------|----|

### TRŽIŠTE OBVEZNICA

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| Pesimizam i zabrinutost smanjili prinose ..... | 15 |
|------------------------------------------------|----|

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| Nešto veća aktivnost bez novih izdanja ..... | 16 |
|----------------------------------------------|----|

### TRŽIŠTE DIONICA

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| Pad vrijednosti svih indeksa u regiji ..... | 17 |
|---------------------------------------------|----|

|                                             |    |
|---------------------------------------------|----|
| MOL kupio dodatnih 22,15% dionica INE ..... | 18 |
|---------------------------------------------|----|

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| Bez puno optimizma za dionička tržišta ..... | 19 |
|----------------------------------------------|----|

# Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

|                                                                       | 2001.  | 2002.  | 2003.  | 2004.  | 2005.  | 2006.  | 2007.e | 2008.f | 2009.f | 2010.f |
|-----------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>BDP i proizvodnja</b>                                              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)                              | 4,4    | 5,6    | 5,3    | 4,3    | 4,3    | 4,8    | 5,6    | 3,3    | 2,5    | 3,8    |
| BDP u tekućim cijenama (EUR milijuni)                                 | 22.177 | 24.220 | 26.234 | 28.683 | 31.263 | 34.220 | 37.497 | 41.864 | 44.886 | 48.268 |
| BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)                            | 4.998  | 5.507  | 5.906  | 6.397  | 7.041  | 7.716  | 8.470  | 9.478  | 10.188 | 10.986 |
| Trgovina na malo, % promjena, realno                                  | 9,5    | 12,6   | 3,7    | 2,6    | 2,8    | 2,1    | 5,4    | 1,4    | 0,5    | 2,0    |
| Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena                         | 6,0    | 5,4    | 4,1    | 3,7    | 5,1    | 4,5    | 5,6    | 3,2    | 1,5    | 5,6    |
| <b>Cijene, nezaposlenost i proračun</b>                               |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Potrošačke cijene <sup>1</sup> , %, kraj razdoblja                    | 2,4    | 1,8    | 1,7    | 2,7    | 3,6    | 2,0    | 5,8    | 5,0    | 3,2    | 3,1    |
| %, prosjek                                                            | 3,8    | 1,7    | 1,8    | 2,1    | 3,3    | 3,2    | 2,9    | 6,4    | 4,2    | 3,2    |
| Proizvođačke cijene, %, kraj razdoblja                                | -3,1   | 2,3    | 1,0    | 4,8    | 2,7    | 1,9    | 5,8    | 10,5   | 4,2    | 3,0    |
| %, prosjek                                                            | 3,6    | -0,4   | 1,9    | 3,5    | 3,0    | 2,9    | 3,4    | 9,8    | 6,2    | 3,1    |
| Temeljni indeksi cijena na malo, % promjena                           | 1,7    | 1,2    | 1,2    | 2,3    | 3,0    | 2,3    | 3,2    | -      | -      | -      |
| Stopa nezaposlenosti <sup>2</sup> (DZS, kr)                           | 23,1   | 21,5   | 19,1   | 18,5   | 18,0   | 17,0   | 14,7   | 13,5   | 13,2   | 12,8   |
| Prosječna neto plaća, u kunama, kr                                    | 3.582  | 3.839  | 4.045  | 4.312  | 4.473  | 4.735  | 4.958  | 5.520  | 5.940  | 6.455  |
| Ukupni državni proračun <sup>3</sup> , % BDP-a                        | -6,7   | -4,9   | -6,2   | -4,8   | -4,1   | -3,0   | -2,8   | -2,3   | -2,5   | -1,7   |
| <b>Bilanca plaćanja i dug</b>                                         |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Izvoz roba i usluga, milijuni eura                                    | 10.800 | 11.125 | 13.138 | 14.240 | 15.271 | 16.998 | 18.372 | 9.698  | 9.694  | 10.561 |
| % promjena                                                            | 14,8   | 3,0    | 18,1   | 8,4    | 7,2    | 11,3   | 8,1    | 5,5    | 0,0    | 9,0    |
| Uvoz roba i usluga, milijuni eura                                     | 12.101 | 13.801 | 15.179 | 16.199 | 17.473 | 19.631 | 21.486 | 20.768 | 21.400 | 23.330 |
| % promjena                                                            | 15,9   | 14,0   | 10,0   | 6,7    | 7,9    | 12,4   | 9,4    | 11,5   | 3,0    | 9,0    |
| Tekući račun platne bilance, % BDP-a <sup>5</sup>                     | -3,7   | -8,6   | -7,2   | -5,1   | -6,4   | -7,7   | -8,6   | -10,2  | -9,0   | -8,9   |
| Međunarodne pričuve, milijuni eura, kr                                | 5.334  | 5.651  | 6.554  | 6.436  | 7.438  | 8.725  | 9.307  | 10.700 | 11.500 | 12.200 |
| Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr <sup>5</sup> | 5,3    | 4,9    | 5,2    | 4,8    | 5,1    | 5,3    | 5,2    | 5,4    | 5,6    | 5,4    |
| Izravne inozemne investicije, milijuni eura                           | 1.467  | 1.138  | 1.762  | 950    | 1.468  | 2.747  | 3.263  | 3.200  | 1.500  | 1.500  |
| Noćenja turista, % promjena                                           | 11,0   | 3,1    | 4,3    | 3,0    | 7,6    | 3,0    | 5,6    | 2,9    | -3,0   | 1,5    |
| Inozemni dug, milijarde eura <sup>4</sup>                             | 13,5   | 15,1   | 19,8   | 22,8   | 25,5   | 29,2   | 33,4   | 37,4   | 41,0   | 43,2   |
| Inozemni dug, kao % BDP-a <sup>5</sup>                                | 60,7   | 61,5   | 75,5   | 79,4   | 81,7   | 85,3   | 89,1   | 89,3   | 91,3   | 89,5   |
| Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga <sup>5</sup>                 | 124,6  | 135,3  | 150,8  | 160,0  | 167,2  | 171,7  | 181,8  | 187,6  | 196,3  | 192,6  |
| <b>Financijski pokazatelji</b>                                        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
| Devizni tečaj, kr, USD/HRK                                            | 8,35   | 7,14   | 6,12   | 5,64   | 6,23   | 5,58   | 4,99   | 6,04   | 5,57   | 5,23   |
| pr, USD/HRK                                                           | 8,34   | 7,86   | 6,70   | 6,04   | 5,95   | 5,84   | 5,36   | 4,96   | 5,92   | 5,60   |
| Devizni tečaj, kr, EUR/HRK                                            | 7,37   | 7,44   | 7,65   | 7,67   | 7,38   | 7,35   | 7,33   | 7,25   | 7,24   | 7,22   |
| pr, EUR/HRK                                                           | 7,47   | 7,41   | 7,56   | 7,50   | 7,40   | 7,32   | 7,34   | 7,24   | 7,22   | 7,20   |
| Novčana masa (M1), milijarde kuna, kr                                 | 23,7   | 30,9   | 33,9   | 34,6   | 38,8   | 48,5   | 57,9   | 63,1   | 68,4   | 74,6   |
| % promjena                                                            | 31,5   | 30,4   | 9,7    | 2,1    | 12,1   | 25,1   | 19,3   | 9,0    | 8,5    | 9,0    |
| Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. kuna, kr                          | 106,1  | 116,1  | 128,9  | 139,9  | 154,6  | 182,5  | 207,6  | 232,0  | 248,7  | 269,9  |
| % promjena                                                            | 45,2   | 9,4    | 11,0   | 8,5    | 10,5   | 18,0   | 13,8   | 7,5    | 7,2    | 8,5    |
| Plasmani, milijarde kuna, kr                                          | 75,0   | 97,5   | 111,7  | 127,3  | 149,2  | 183,4  | 211,0  | 235,2  | 255,2  | 278,2  |
| % promjena                                                            | 23,1   | 30,0   | 14,6   | 14,0   | 17,2   | 22,9   | 15,1   | 11,5   | 8,5    | 9,0    |
| ZIBOR 3m, %, pr                                                       | 7,93   | 4,6    | 5,5    | 7,3    | 6,2    | 4,3    | 5,7    | 6,9    | 6,2    | 5,8    |
| Kamatna st. na trezorske zapise 12m, %, pr                            | -      | 3,7    | 4,8    | 6,5    | 5,0    | 3,9    | 4,2    | 5,7    | 5,5    | 5,4    |

<sup>1</sup> Za razdoblje 1997. – 2001. g. vrijednosti pokazuju inflaciju mjerenu indeksom cijena na malo.

<sup>2</sup> Anketa o radnoj snazi prema ILO (International Labour Organisation) metodologiji pokazuje stopu nezaposlenosti od 9,6% u 2007.

<sup>3</sup> Bez kapitalnih prihoda (privatizacija), GFS 1986

<sup>4</sup> Promjena metodologije od 2002.

<sup>5</sup> U euro iznosima

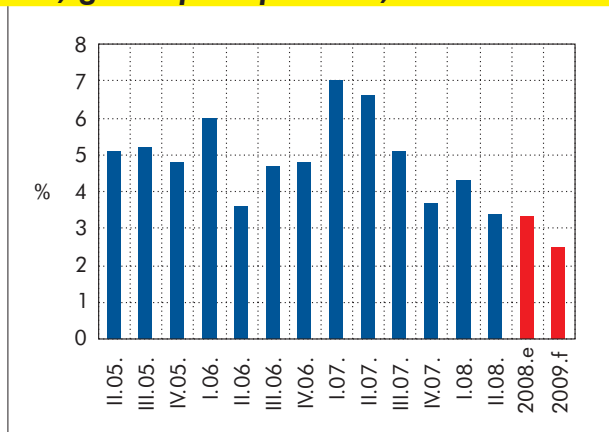
Izvori: Hrvatska narodna banka, Državni zavod za statistiku (DZS), Ministarstvo financija

Prognoze: Direkcija za ekonomska istraživanja – Raiffeisen Consulting



## Razdoblje sporijeg gospodarskog rasta pred nama

### BDP, godišnje stope rasta, realno



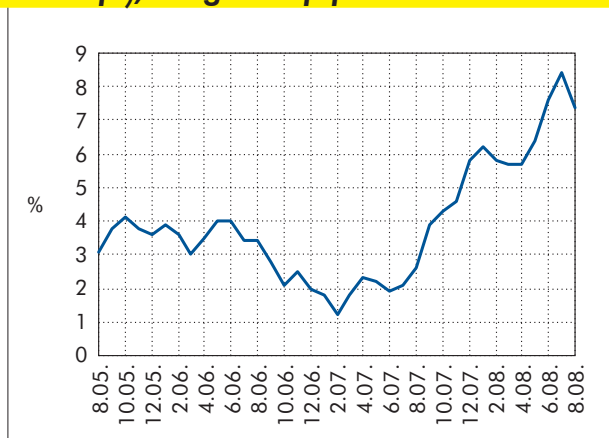
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### BDP, godišnje stope rasta, realno

| Godina    | 2005. | 2006. | 2007. | 2008.p |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| Hrvatska  | 4,3%  | 4,8%  | 5,6%  | 3,3%   |
| Bugarska  | 6,2%  | 6,3%  | 6,2%  | 6,0%   |
| Slovačka  | 6,6%  | 8,5%  | 10,4% | 8,0%   |
| Poljska   | 3,6%  | 6,2%  | 6,5%  | 5,5%   |
| Mađarska  | 4,2%  | 3,9%  | 1,3%  | 1,8%   |
| Slovenija | 4,1%  | 5,7%  | 6,1%  | 5,0%   |
| Češka     | 6,4%  | 6,4%  | 6,6%  | 4,2%   |
| Rumunjska | 4,2%  | 7,9%  | 6,0%  | 8,5%   |
| EMU       | 1,7%  | 2,9%  | 2,7%  | 1,0%   |
| SAD       | 3,2%  | 2,9%  | 2,0%  | 1,4%   |

Izvori: WIIW, Raiffeisen istraživanja, Bloomberg

### Indeks potrošačkih cijena (stopa inflacije), na godišnjoj razini



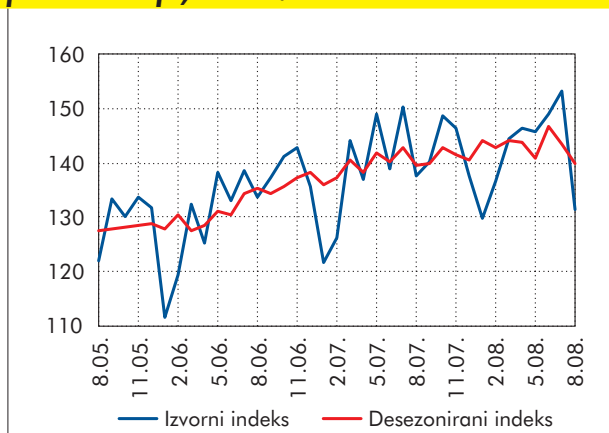
Izvor: DZS

Drugo ovogodišnje tromjesečje bilo je obilježeno vidljivim usporavanjem gospodarske aktivnosti. To je rezultiralo najslabijim rastom BDP-a još od početka 2005. Usporavanje osobne potrošnje, kao posljedica pada kupovne moći stanovništva, najvažniji je čimbenik usporavanja gospodarskog rasta. Očekivano snažniji rast uvoza roba i usluga od rasta izvoza rezultirao je također nepovoljnim utjecajima na dinamiku rasta BDP-a. Istovremeno, snažni investicijski ciklus nastavljen je na što su ukazivali i podaci iz građevinskog sektora te uvoza kapitalne opreme. Očekujemo kako bi za čitavu 2008. gospodarski rast mogao iznositi oko 3,3%, što predstavlja osjetno usporavanje u usporedbi s prošlom godinom. Za narednu godinu očekuje se nastavak nešto nepovoljnijih kretanja, što će prvenstveno biti posljedica nepovoljnog vanjskog okruženja. S obzirom na trenutnu situaciju, recesija u SAD-u i eurozoni čini se neizbježna što će se negativno odraziti na inozemnu potražnju za našim dobrima te na kretanja u turizmu. Također, posljednji događaji na globalnom financijskom tržištu dovest će do vidljivijeg smanjenja investicija uslijed teže dostupnosti te skupljeg kapitala. U takvom okruženju nužno je da se strukturnim reformama poveća konkurentnost domaćeg gospodarstva, s obzirom da je razdoblje rasta temeljeno na snažnoj potrošnji i priljevu inozemnih investicija vjerojatno iza nas.

Dosadašnji snažni inflatorni pritisci u značajnoj su mjeri posljedica globalnih čimbenika kao što su rast cijene sirove nafte te prehrambenih proizvoda, ali i domaćih čimbenika poput snažnog rasta administrativno utvrđenih cijena. Nakon rekordno visoke inflacije zabilježene početkom ljeta, u nastavku godine zabilježili smo ublažavanje inflatornih pritiska nakon pada cijena na svjetskim robnim tržištima. Do kraja godine, dijelom i zbog više prošlogodišnje baze, očekujemo nastavak usporavanja rasta cijena te bi tako na kraju godine godišnja inflacija mogla iznositi oko 5%. Ovogodišnji snažniji rast cijena ukazao je na određene strukturne nedostatke u hrvatskom gospodarstvu, poput slabe konkurentnosti poduzeća te niske razine konkurencije što je generiralo dodatne pritiske na rast cijena. S druge strane, za sada je izostao sekundarni inflatorni učinak od povećanja plaća iznad rasta produktivnosti. Ukoliko se ne intenziviraju reforme koje bi ispravile uočene slabosti u domaćem gospodarstvu, vjerojatno će biti teže dostići kriterije iz Maastrichta nego što se prvobitno mislilo.

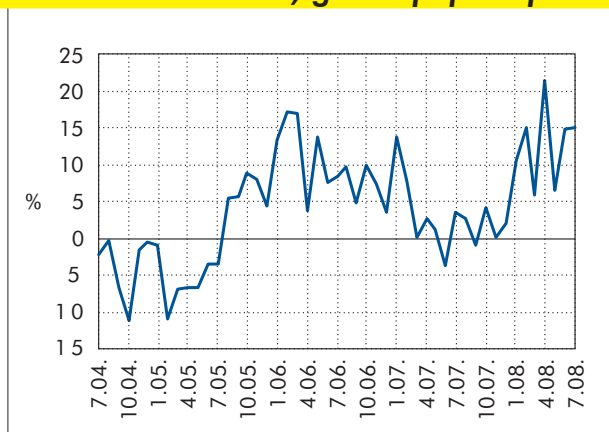
## Sporiji rast industrije i smanjenje nezaposlenosti

### Indeks fizičkog obujma industrijske proizvodnje, 2000. = 100



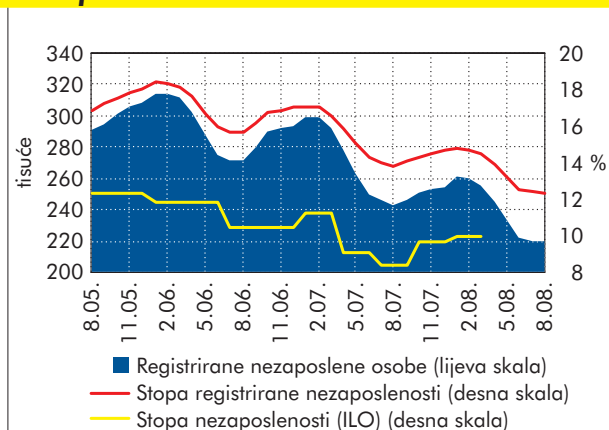
Izvor: DZS

### Građevinski radovi, godišnja promjena



Izvor: DZS

### Registrirane nezaposlene osobe, stope nezaposlenosti



Izvori: DZS, HZZ

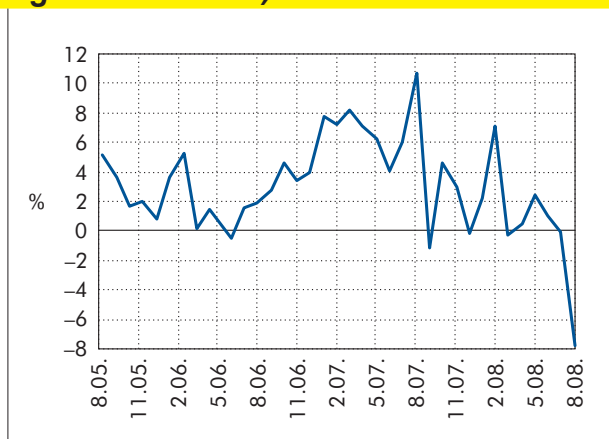
Naznake nepovoljnih kretanja u industrijskoj proizvodnji prisutne već tijekom drugog tromjesečja nastavljene su i u trećem ovogodišnjem tromjesečju. Tako smo u kolovozu zabilježili najsnažniji pad industrijske proizvodnje u posljednjih osam godina. Rastu cjelokupne industrijske proizvodnje u dosadašnjem dijelu godine najviše je doprinio rast proizvodnje u segmentu netrajnih proizvoda za široku potrošnju te kapitalnih proizvoda. U nastavku godine očekujemo da bi niža prošlogodišnja baza mogla povoljno utjecati na rast industrijske proizvodnje. Međutim, ovogodišnji rast zaliha gotovih proizvoda već ukazuje na slabljenje inozemne i domaće potražnje, a očekuje se zadržavanje takvih nepovoljnih trendova. Tako za ovu godinu očekujemo da bi rast industrijske proizvodnje mogao iznositi oko 3,2%, što je znatno niže od razine zabilježene u 2007. Također, dodatno usporevanje proizvodnje, kao i robnog izvoza, moguće je očekivati i tijekom iduće godine. Na kretanja u industriji značajan utjecaj imat će i uspješnost restrukturiranja te privatizacije domaćih brodogradilišta, s obzirom na važnost ove industrijske grane.

Središnji dio ove godine donio je nastavak povoljnih trendova na tržištu rada. Tako je povećani intenzitet zapošljavanja u djelatnostima turizma i trgovine, koji je uobičajen za treće tromjesečje, rezultirao novim rekordno niskim brojem nezaposlenih, ali i razinama stope nezaposlenosti. Nakon završetka središnje turističke sezone očekujemo da zabilježimo uobičajeni rast broja nezaposlenih osoba na mjesečnoj razini. Međutim, na godišnjoj razini očekujemo da se nastavi dugoročni trend smanjenja stope registrirane nezaposlenosti. Tako bi ona na kraju 2008. mogla iznositi oko 13,5%. Sličan trend očekuje se i u sljedećoj godini iako će se smanjenje nezaposlenosti vjerojatno osjetno usporiti uslijed nepovoljnih kretanja u gospodarstvu. U Hrvatskoj su i dalje vidljivi strukturni problemi na tržištu rada kao rezultat neusklađenosti ponude i potražnje za radnom snagom, zbog čega dolazi do konstantnog rasta uvoza radne snage usprkos i dalje relativno visokoj stopi nezaposlenosti. Nedostatak radne snage u dugoročnom razdoblju vidimo kao jedan od najznačajnijih rizika za domaće gospodarstvo. Nužno je što prije implementirati reforme na tržištu rada i obrazovnom sustavu, koje bi donekle ublažile nepovoljne utjecaje demografskih kretanja na buduća kretanja u gospodarstvu.



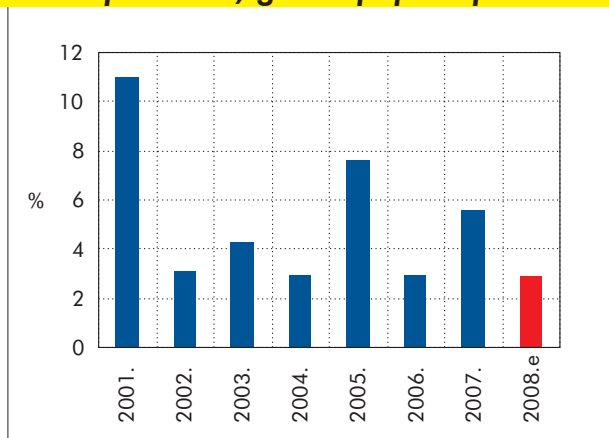
## Teža vremena za domaći turizam

### Godišnja stopa rasta prometa od trgovine na malo, realno



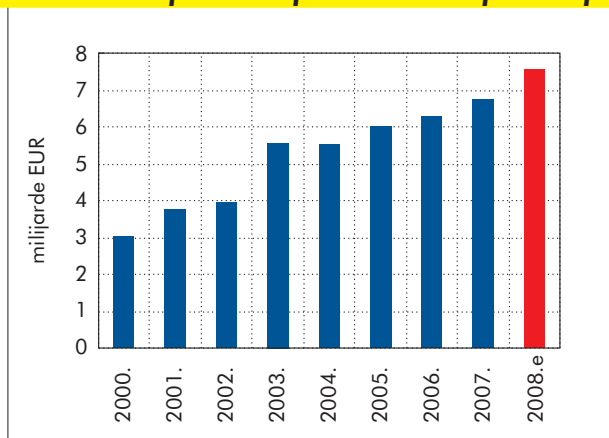
Izvor: DZS

### Noćenja turista, godišnja promjena



Izvor: DZS

### Prihodi od putovanja iz bilance plaćanja



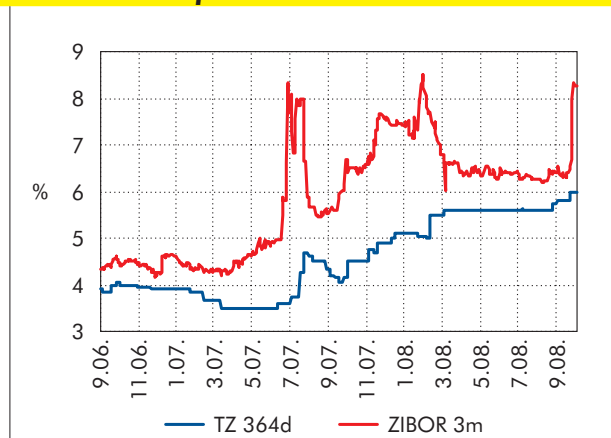
Izvori: HNB, HTZ

Posljednji podaci ukazuju na nastavak usporavanja osobne potrošnje odnosno rasta u trgovini na malo. Smanjenje prometa u trgovini na malo rezultat je prilagodbe stanovništva snažnim inflatornim pritiscima koji negativno utječu na rast realnih neto plaća odnosno na kupovnu moć stanovništva. Također, značajan čimbenik koji ograničava rast prometa u trgovini na malo predstavlja sve izraženije usporavanje rasta kredita, kao rezultat uvedenih ograničenja HNB-a te rasta kamatnih stopa uslijed trenutnih okolnosti na globalnom i domaćem financijskom tržištu. Vidljivo je da su kućanstva donekle uspješla odgoditi smanjenje potrošnje uslijed pogoršanih gospodarskih prilika uz pomoć potrošačkih kredita, međutim to je bilo moguće isključivo na kratki rok. Istovremeno, i pad na dioničkim tržištima te stagnacija na tržištu nekretnina smanjili su optimizam građana, a samim time i njihovu potrošnju. Iako bi inflatorni pritisci trebali vidljivo oslabjeti do kraja godine, a očekuje se i povoljan utjecaj na rast prometa od prodaje udjela u INI, za ovu godinu očekujemo vidljivo manju stopu rasta u trgovini. S obzirom na nadolazeće nepovoljnije razdoblje te prisutnu konkurenciju u maloprodajnom segmentu očekujemo nastavak konsolidacije u promatranoj djelatnosti te vertikalne integracije.

Rast fizičkih pokazatelja u turizmu koji smo zabilježili u prva dva tromjesečja nastavljen je i tijekom središnje turističke sezone. Međutim, primjetno je znatno usporavanje njihovog rasta u odnosu na prethodne godine. Također, tijekom kolovoza, za turizam najvažnijeg mjeseca, bilježimo i manji broj noćenja turista. U prvih osam mjeseci broj ostvarenih noćenja zabilježio je rast od tek 2,6% dok je tijekom istog razdoblja 2007. broj noćenja porastao preko 6%. Važno je napomenuti da se zbog usporavanja gospodarskog rasta te kupovne moći na našim najvažnijim emitivnim tržištima, osim usporavanja rasta ili čak i smanjenja dolazaka i noćenja, može očekivati i manja potrošnja gostiju, što će se negativno odraziti na kretanja na tekućem računu platne bilance. Ograničavajući čimbenik u razvoju turizma pronalazimo u nedovoljnoj kvaliteti domaćih smještajnih kapaciteta te jačanju konkurencije u mediteranskim zemljama. Ulaganja u razvoj turističkih kapaciteta i u budućnosti bi trebala predstavljati značajan problem s obzirom da bi zbog niske profitabilnosti veća ulaganja u domaći turistički sektor mogla izostati.

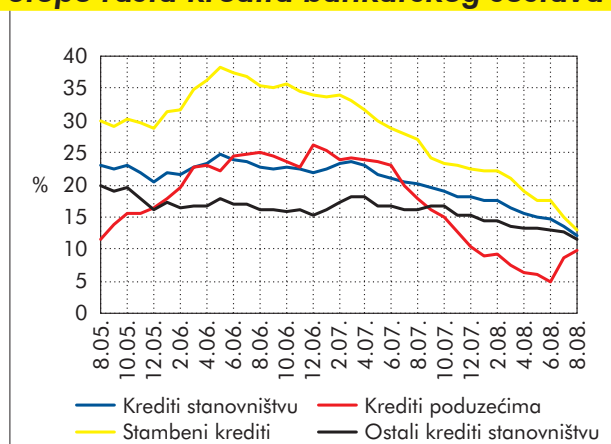
## Očekivano smanjenje razine likvidnosti

### Kamatne stope



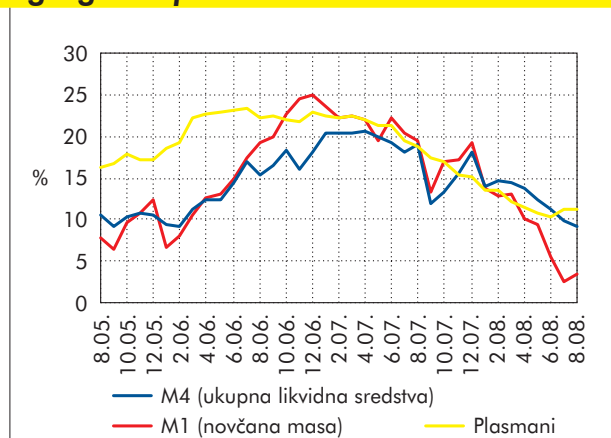
Izvori: Reuters.hr, HNB, MF

### Stope rasta kredita bankarskog sustava



Izvor: HNB

### Međugodišnje stope rasta monetarnih agregata i plasmana



Izvor: HNB

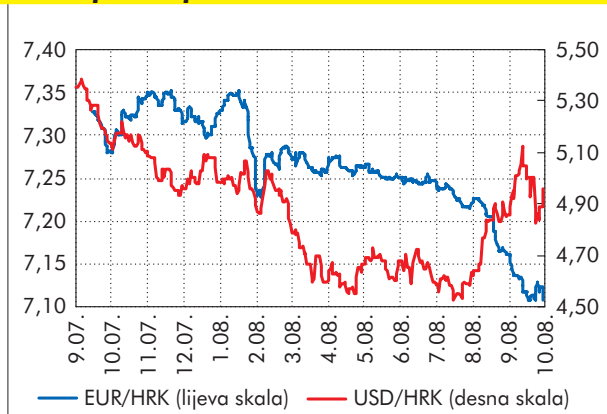
Najznačajniji utjecaj na ovogodišnja kretanja na domaćem novčanom tržištu imali su snažni inflatorni pritisci te usmjerenost središnje banke prema ublažavanju istih. Nakon određenog smirivanja tenzija te pada kratkoročnih prinosa tijekom drugog tromjesečja, napetost na tržištu ponovno se intenzivirala tijekom ljetnih mjeseci pogotovo nakon što je inflacija dosegla rekordno visoku razinu. Jačanjem pritiska na rast cijena na tržištu je ponovno došlo do rasta očekivanja o smanjenju razine likvidnosti sustava. Povratkom dijela gotovog novca iz optjecaja u sustav završetkom središnje turističke sezone te zbog potrebe da se sterilizira dio sredstava dobiven od prodaje udjela INA-e, središnja banka je poduzela korake za smanjenje likvidnosti sustava s ciljem pada inflacije na razine od oko 5% krajem ove godine. Tako je HNB krajem trećeg tromjesečja iskazala manju sklonost da zadovolji potrebe banaka na redovitim obratnim repo aukcijama, a i promijenjena je metodologija obračuna obvezne pričuve. Navedena kretanja očekivano su dovela do rasta kratkoročnih prinosa, koji su u jednom trenutku ponovno zabilježili dvoznamenkaste razine. Ipak, za razliku od početka godine banke nisu bile prisiljene zadovoljavati svoje potrebe za likvidnošću kroz sekundarne i skuplje izvore financiranja poput lombardnih kredita. Očekujemo da HNB zadrži primarnu usmjerenost prema kontroli rasta cijena, što će se direktno odraziti i na kretanja na domaćem novčanom tržištu. Tako do kraja ove te početkom sljedeće godine očekujemo zadržavanje kratkoročnih prinosa na novčanom tržištu na višim razinama.

Restriktivna monetarna politika za posljedicu je imala i usporavanje rasta monetarnih agregata te plasmana. Tako je primjerice nakon rasta od oko 20% tijekom 2007., novčana masa u dosadašnjem dijelu godine zabilježila značajno skromniji rast, pogotovo tijekom ljetnih mjeseci. Sličan trend sporijeg rasta zabilježen je i kod ukupnih likvidnih sredstava unatoč snažnom rastu depozita početkom godine. Rast kamatnih stopa na kredite, kao posljedica kretanja na globalnim i domaćem financijskom tržištu, te usporavanje aktivnosti za posljedicu su imali vidljivo usporavanje rasta plasmana banaka. Tako je zabilježena najniža dinamika rasta plasmana još od 2004. S obzirom na očekivano usporavanje rasta cijena te nepovoljnijih kretanja u gospodarstvu očekujemo da bismo tijekom iduće godine mogli zabilježiti dodatno usporavanje nominalnog rasta plasmana banaka.



# Manja likvidnost – jača kuna

## Srednji tečaj HNB-a



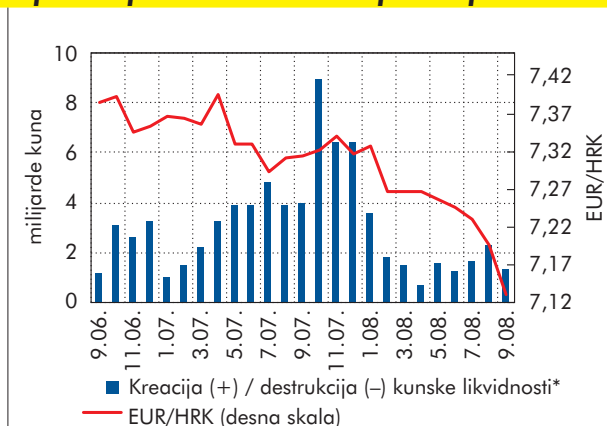
Izvor: HNB

## Srednji tečaj HNB-a

| valuta | srednji tečaj<br>30.9.2008. | tečaj   | promjena u odnosu na:<br>30.9.2007. |        |
|--------|-----------------------------|---------|-------------------------------------|--------|
|        |                             |         | kretanje                            | %      |
| EUR    | 7,1077                      | 7,2816  | ↓                                   | -2,39  |
| USD    | 4,9614                      | 5,1370  | ↓                                   | -3,42  |
| CHF    | 4,4801                      | 4,3889  | ↑                                   | 2,08   |
| GBP    | 8,9293                      | 10,4187 | ↓                                   | -14,30 |

Izvor: HNB

## Operacije HNB-a i srednji tečaj



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

## Prognoza tečaja

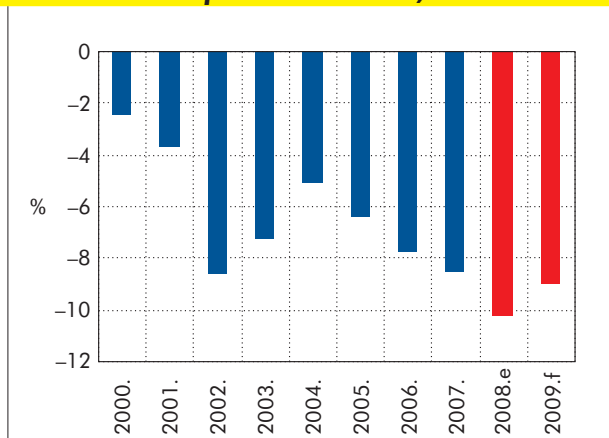
|             | 2008.f | 2009.f |
|-------------|--------|--------|
| EUR/HRK, pr | 7,24   | 7,22   |
| EUR/HRK, kr | 7,25   | 7,24   |
| USD/HRK, pr | 4,96   | 5,92   |
| USD/HRK, kr | 6,04   | 5,57   |

Prva polovica godine bila je obilježena neuobičajenim kretanjima na domaćem deviznom tržištu, a slična kretanja nastavljena su i tijekom trećeg tromjesečja. Tako su početkom središnje turističke sezone izostali očekivani značajniji pritisci na jačanje domaće valute, uslijed povećane potražnje za kunama uz istovremeno povećanu ponudu eura od turističke djelatnosti, zadržavajući tečaj na razinama iznad 7,20 kuna za euro. Međutim, pri kraju središnje turističke sezone umjesto uobičajenih pritiska na slabljenje kune zabilježili smo jačanje domaće valute, koji su na kraju doveli i do povijesno najniže razine tečaja EUR/HRK početkom listopada. Ovakva tržišna kretanja, koja su nekarakteristična za promatrani dio godine, prvenstveno su bila posljedica očekivanja o smanjenju razine likvidnosti u svrhu usporavanja rasta cijena. Također, i trenutna retorika HNB-a, kojoj odgovara jača kuna zbog ublažavanja uvezenih inflatornih pritisaka, dala je poticaj aprecijacijskim pritiscima na domaću valutu. Značajan čimbenik na domaćem devizno tržište bilo je i preuzimanje udjela INE od MOL-a, koje je stvorilo dodatnu potražnju za kunama. Tijekom ove godine zabilježena je i značajnija uloga korporativnog sektora na tečajna kretanja. S jedne strane, izrazito nepovoljna ovogodišnja kretanja u robnoj razmjeni stvorili su snažniju potražnju za stranim valutama od strane ovoga sektora. Međutim, trend snažnog izravnog zaduživanja poduzeća u inozemstvu stvorio je dodatne pritiske na jačanje kune uslijed povećane ponude stranih valuta. Na kretanja na domaćem deviznom tržištu sve značajniji utjecaj imaju operacije središnje banke na otvorenom tržištu, odnosno obratne repo aukcije. Istovremeno, u dosadašnjem dijelu godine zabilježili smo tek jednu deviznu intervenciju HNB-a, dok su tijekom prijašnjih godina ovakve intervencije središnje banke bile znatno učestalije.

Nakon finalizacije preuzimanja udjela u INI te prilagodbe tržišnih sudionika novonastaloj situaciji na tržištu, odnosno smanjenoj likvidnosti sustava, očekujemo deprecijacijske pritiske na kunu. Tako do kraja ove godine očekujemo povratak trgovanja prema razinama iznad 7,20 kuna za euro. Ipak, više kamatne stope na domaćem novčanom tržištu i dalje bi trebale davati podršku jačanju domaće valute. U sljedećoj godini očekujemo da bismo mogli zabilježiti nastavak dugoročnih aprecijacijskih pritiska na kunu, koji bi ipak trebali biti slabijeg intenziteta no tijekom 2008.

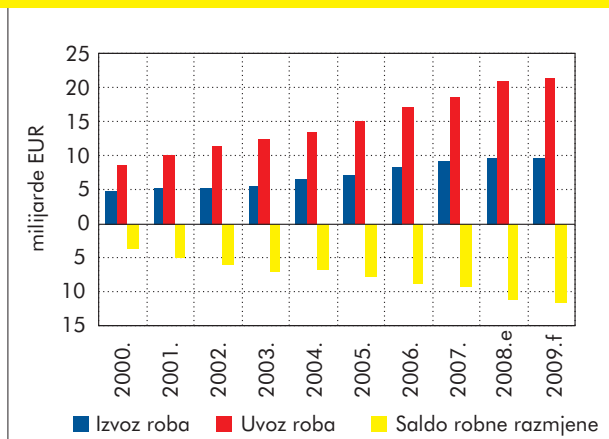
## Ponovno pogoršana vanjska neravnoteža

### Tekući račun platne bilance, % BDP-a



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Izvoz i uvoz roba



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Vanjski dug i udjeli

| kvartali | vanjski dug<br>(miliijuni<br>EUR) | vanjski dug:<br>u % BDP-a | u % izvoza<br>robe i<br>usluga | međunarodne<br>pričuve (udio u<br>vanjskom dugu) |
|----------|-----------------------------------|---------------------------|--------------------------------|--------------------------------------------------|
| I.05.    | 23.102                            | 78,8                      | 161,5                          | 29,0%                                            |
| II.05.   | 24.207                            | 81,0                      | 167,1                          | 29,2%                                            |
| III.05.  | 24.053                            | 78,6                      | 160,1                          | 29,1%                                            |
| IV.05.   | 25.508                            | 81,6                      | 167,0                          | 29,2%                                            |
| I.06.    | 26.315                            | 81,8                      | 166,8                          | 30,7%                                            |
| II.06.   | 27.458                            | 83,7                      | 170,5                          | 31,8%                                            |
| III.06.  | 27.063                            | 80,6                      | 164,0                          | 30,1%                                            |
| IV.06.   | 28.998                            | 84,7                      | 170,6                          | 30,1%                                            |
| I.07.    | 30.149                            | 86,1                      | 175,9                          | 31,6%                                            |
| II.07.   | 31.058                            | 86,7                      | 175,8                          | 29,5%                                            |
| III.07.  | 31.227                            | 85,2                      | 172,1                          | 28,2%                                            |
| IV.07.   | 33.173                            | 88,4                      | 180,8                          | 28,1%                                            |
| I.08.    | 34.752                            | 90,2                      | 186,8                          | 28,3%                                            |
| II.08.   | 35.288                            | 89,2                      | 184,6                          | 28,2%                                            |

Izvor: HNB

Tijekom drugog ovogodišnjeg tromjesečja nastavljeno je pogoršanje kretanja na tekućem računu platne bilance na godišnjoj razini. Tako je zabilježen rast deficita promatranog pokazatelja na iznad 10% BDP-a. Međutim, u usporedbi s prva tri mjeseca zabilježeno je smanjenje manjka na tekućem računu, što je prvenstveno rezultat sezonskih kretanja odnosno rasta prihoda od turizma. Ponovno su najznačajniji utjecaj na povećanje deficita imala nepovoljna kretanja u robnoj razmjeni s inozemstvom, koja su tek djelomično ublažena povoljnim kretanjima na računu usluga, koja su prvenstveno posljedica rasta prihoda iz turističkog sektora. U usporedbi s istim razdobljem protekle godine nepovoljnija kretanja bilježimo i na računu dohotka, dok je račun transfera zabilježio tek nešto veći višak. S obzirom na trenutna kretanja na svjetskim tržištima, ali i usporavanje domaće potražnje očekujemo kako bi uvoz robe mogao zabilježiti usporavanje rasta u narednom razdoblju. Međutim, istovremeno trenutno nepovoljno vanjsko okruženje moglo bi utjecati na usporavanje rasta izvoza roba i usluga, na što već upućuju dosadašnji podaci iz turističkog sektora, tako bi se deficit tekućih transakcija mogao zadržati na razini od oko 10% BDP-a do kraja godine.

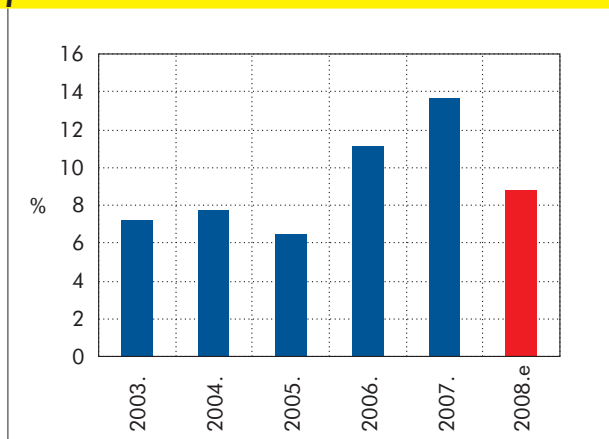
Dosadašnji dio godine obilježio je rast vanjskog duga. Nakon što je tijekom prvog tromjesečja zabilježen trend ubrzavanja dinamike godišnjeg rasta vanjskog duga, nastavak godine obilježen je usporavanjem godišnje stope rasta inozemnog duga. Udio duga poslovnih banaka u ukupnoj zaduženosti bilježi kontinuirano smanjenje, kao posljedica restriktivnih mjera središnje banke. Istovremeno, i država nastavlja sa smanjenjem svoje inozemne zaduženosti. Međutim, tijekom promatranog razdoblja očekivano najsnažniji rast vanjske zaduženosti bilježi sektor poduzeća, koji se zbog ograničavanja zaduženja na domaćem tržištu okrenuo alternativnim izvorima financiranja među kojima je i direktno zaduživanje u inozemstvu. Ukupni vanjski dug dosegao je gotovo 90% BDP-a, a očekuje se da će u narednim godinama premašiti tu razinu. Očekuje se da bi većinu svojih potreba u narednom razdoblju središnja država mogla zadovoljiti zaduživanjem na domaćem tržištu, dok će interes banaka da posuđuju iz inozemstva također bilježiti pad. Trenutačna situacija na međunarodnom tržištu mogla bi rezultirati povratkom korporativnog sektora na financiranje kod domaćih banaka i na domaćem tržištu kapitala.



## Ključni izazov

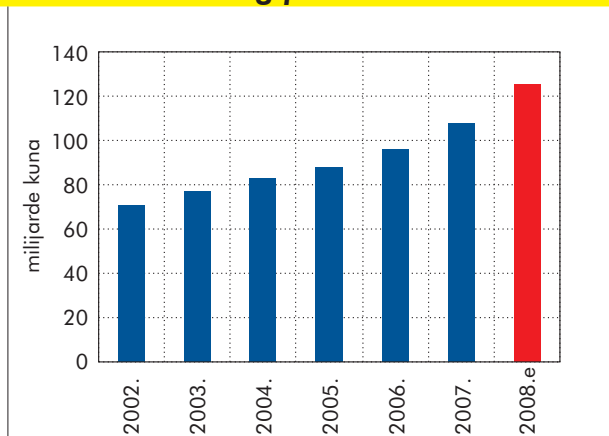
– zadržavanje rashoda pod kontrolom

### Godišnji rast prihoda državnog proračuna



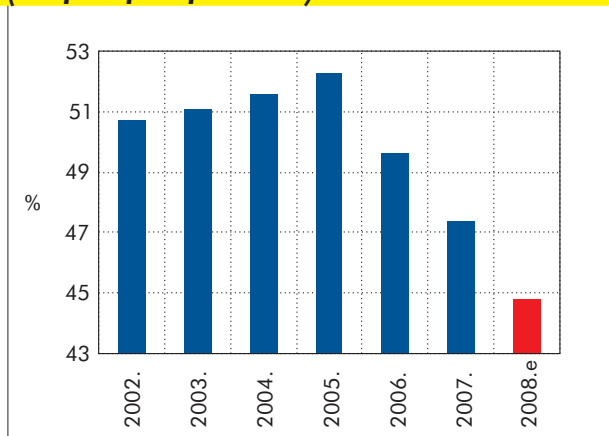
Izvor: MF

### Rashodi državnog proračuna



Izvor: MF

### Udio javnog duga u BDP-u (uključujući jamstva)

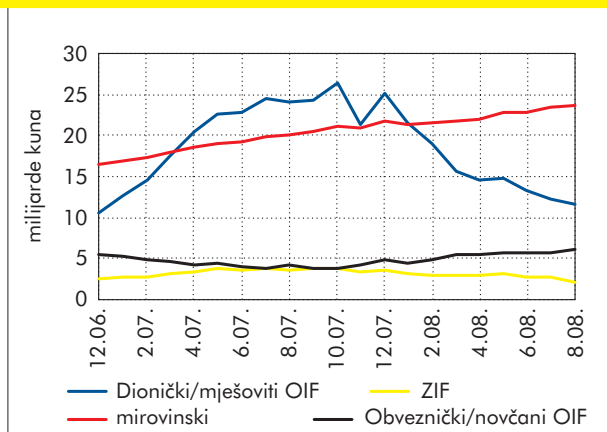


Izvor: MF

Dvoznamenkasti rast prihoda državnog proračuna nastavljen je i tijekom prve polovice ove godine. Međutim, u usporedbi sa 2007., kada je snažan rast prihoda proračuna prvenstveno bio posljedica neočekivano dinamične gospodarske aktivnosti, u prvom polugodištu 2008. najznačajniji utjecaj na nominalni rast prihoda došao je od snažnih inflatornih pritisaka. Tako je najvažniji proračunski prihod po osnovi poreza na dodanu vrijednost u promatranom razdoblju povećan za 13,4% u odnosu na lani. Istovremeno, snažan rast zabilježen je i kod poreza na dobit. U promatranom razdoblju rashodi državnog proračuna ostvarili su vidljivo manji rast. Ipak, određene stavke poput subvencija trgovačkim društvima bilježe iznimno snažan rast od preko 22%, koji bi se u nastavku godine mogao još dodatno povećati s obzirom da je Vlada na sebe preuzela dio troškova povećane cijene električne energije stanovništvu. U drugoj polovici godine mogli bismo zabilježiti nešto nepovoljnija kretanja u fiskalnom sustavu. Snažniji inflatorni pritisci imaju povoljan utjecaj na nominalni proračunski rast isključivo u kratkom roku. Tako već podaci iz trećeg tromjesečja ukazuju na slabljenje domaće potrošnje uslijed pogoršanog gospodarskog okruženja što će se negativno odraziti na kretanja prihoda proračuna u nastavku godine. Istovremeno, imajući u vidu trenutno usporen rast kupovne moći stanovništva te povećane troškove proizvodnje očekivano rastu zahtjevi za povećanjem rashoda proračuna prvenstveno po osnovi naknada stanovništvu i subvencija tvrtkama. U nastavku godine nužno je da kreatori fiskalne politike zadrže rast rashoda pod kontrolom s obzirom da bi, za razliku od prihoda, povećanje rashoda proračuna imalo značajno dugotrajniji karakter te time ugrozilo proces fiskalne konsolidacije koji traje već nekoliko godina. Ne smije se zaboraviti ni trenutno nepovoljna situacija na svjetskim financijskim tržištima, pogotovo za male zemlje u razvoju s naglašenim neravnotežama u gospodarstvu, što otežava financiranje deficita. Također, s obzirom na trenutne cijene kapitala u svijetu teško će biti zadržati državne investicije na trenutno visokim razinama, pogotovo u građevinarstvu gdje je rok povrata investicije relativno dug. U narednom razdoblju i dalje možemo očekivati da će se država pri financiranju svojih potreba nastaviti orijentirati na domaće tržište pri čemu će najvjerojatnije imati i potporu monetarnih vlasti.

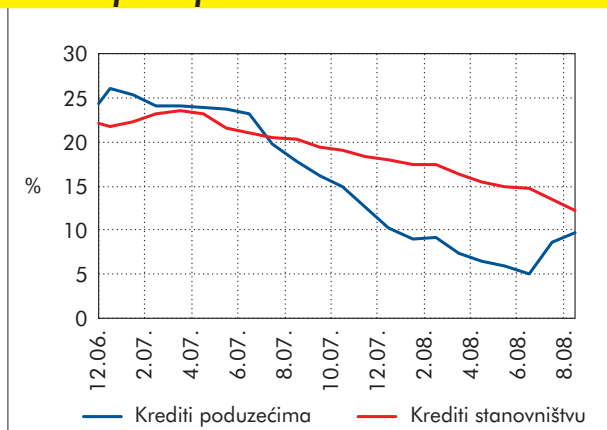
# Kraj kreditne ekspanzije

## Imovina fondova



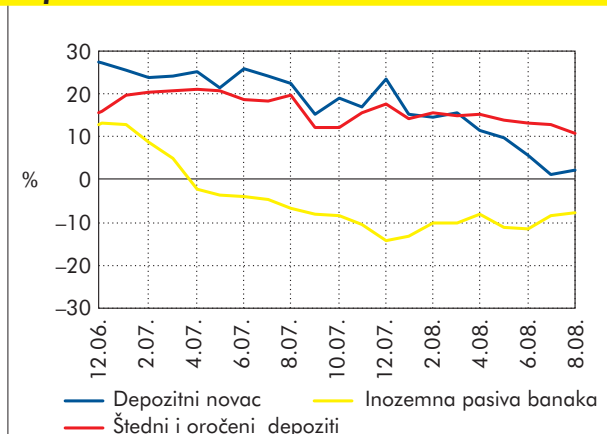
Izvor: HANFA

## Godišnja stope rasta kredita



Izvor: HNB

## Godišnja stopa rasta inozemne pasive i depozita banka



Izvor: HNB

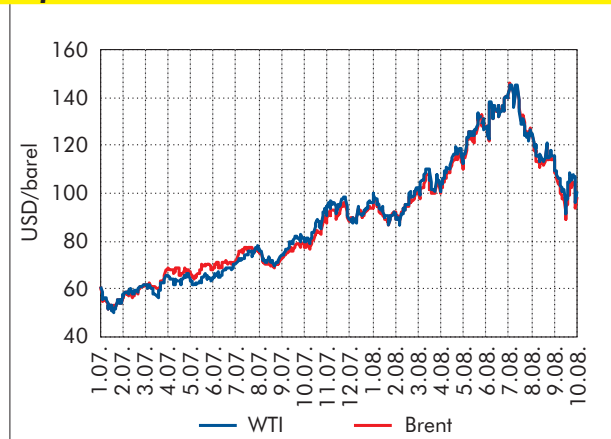
Dugogodišnje razdoblje kreditne ekspanzije je postalo prošlost. Restriktivne mjere kojima monetarna vlast još od početka 2007. nastoji ograničiti rast plasmana banaka na najviše 12% godišnje konačno daje rezultate. Od travnja je međugodišnja stopa rasta plasmana banaka niža od 12%. Uz očekivanu godišnju inflaciju od preko 6%, procijenjeni realni rast plasmana za 2008. neće iznositi niti 6%. Time je HNB posredno ostvarila cilj smanjivanja osobne potrošnje na razinu domaće proizvodnje i otvorila si mogućnost za kontroliranje eksterne ravnoteže. Smanjenje kreditne ekspanzije nije samo posljedica restriktivnih mjera, već i smanjene potražnje za kreditima. Imovina hrvatskih banaka se djelomično financira iz inozemnih izvora, pa se tim putem kriza likvidnosti prelijeva s globalnih tržišta na domaće tržište novca. Kamatne stope na tržištu novca rastu još od ljeta 2007., a nove rujanske turbulencije na globalnim novčanim tržištima najavljuju nastavak istog trenda. Povećanje cijene novca prenosi se na rast kamatnih stopa banaka na kredite i na depozite, što uz strah od obezvređivanja prihoda inflacijom stvara averziju prema zaduživanju, pogotovo dugoročnom. Pesimizam se brže odrazio na plasmane poduzećima, koji su najniže stope rasta bilježili u prvom polugodištu ove godine. Istovremeno, stope rasta plasmana stanovništvu kontinuirano se smanjuju. Smanjenje rasta kredita dovodi do željenog usklađenja rasta plasmana s porastom domaće štednje. Pozitivan utjecaj na rast depozita u 2008. imala su kretanja na tržištu kapitala. Nesigurnost na tržištu kapitala rezultira u masovnom bijegu ulagača u sigurnost bankarskih depozita. Očekujemo još jedan značajan priljev u depozite banaka od prodaje dionica INE. Inozemna pasiva banaka je u padu još od drugog tromjesečja 2007. i taj trend bi se trebao zadržati do kraja 2008.

Od ostalih financijskih institucija porast imovine bilježe mirovinski fondovi, leasing i factoring tvrtke. Unatoč negativnom prinosu od 5,2% za prvih osam mjeseci ove godine, imovina obveznih mirovinskih fondova raste zbog stalnih priljeva novca od doprinosa članova. Za razliku od investicijskih fondova gdje se članstvo osipa kod negativnih tržišnih kretanja, mirovinski fondovi zadržavaju stabilno članstvo i nemaju problem povlačenja uloga. Prodaja životnih i neživotnih osiguranja stagnira, a leasing tvrtke bez ograničenja u načinu financiranja i rastu imovine, ove godine ostvaruju najveću ekspanziju unutar financijskog sektora.



## Cijene nafte prema fundamentalnim razinama

### Cijena sirove nafte



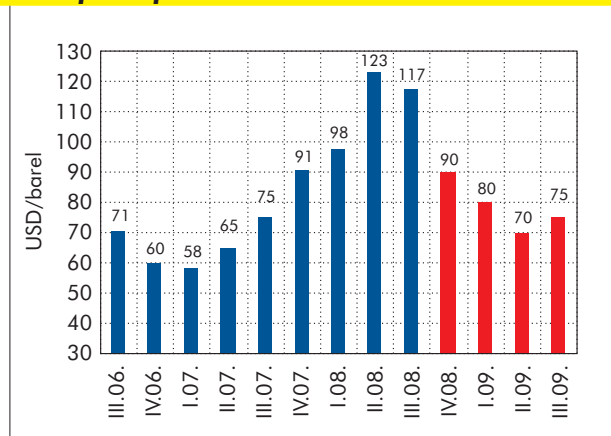
Izvor: Bloomberg

### Svjetska potražnja i ponuda sirove nafte, milijuni barela po danu

|                  | 2004. | 2005. | 2006. | 2007. | 2008.f |
|------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| OECD             | 49,4  | 49,7  | 49,3  | 49,1  | 48,1   |
| – OECD Europa    | 15,5  | 15,7  | 15,7  | 15,3  | 15,2   |
| – SAD            | 20,7  | 20,8  | 20,7  | 20,7  | 19,9   |
| Kina             | 6,4   | 6,7   | 7,2   | 7,6   | 8,0    |
| Ukupna potražnja | 82,3  | 83,7  | 84,6  | 85,8  | 86,1   |
| OECD             | 22,8  | 21,9  | 21,6  | 21,5  | 21,0   |
| – OECD Europa    | 6,1   | 5,6   | 5,2   | 5,0   | 4,7    |
| – SAD            | 8,7   | 8,3   | 8,3   | 8,5   | 8,6    |
| Ukupno ne-OPEC   | 48,7  | 48,5  | 48,8  | 49,0  | 48,8   |
| OPEC             | 34,5  | 36,1  | 35,8  | 35,4  | 37,1   |
| Ukupna ponuda    | 83,1  | 84,6  | 84,6  | 84,4  | 85,9   |

Izvor: IEA

### Cijena sirove nafte Brent, prosjek po tromjesečjima



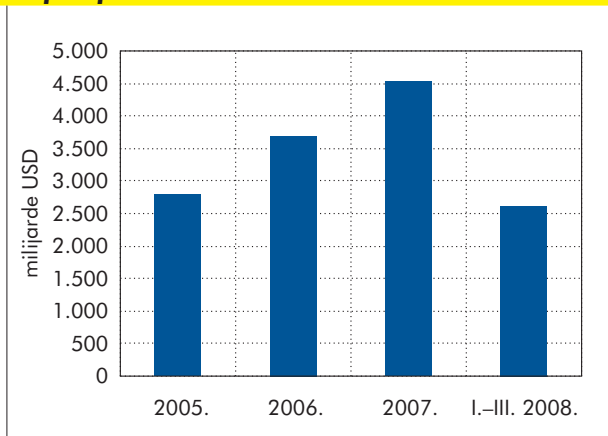
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prva polovica ove godine bila je obilježena snažnim pritiscima na rast cijena sirove nafte, što je generiralo snažne inflatorne pritiske na globalnoj razini. Međutim, nakon što je počekom trećeg ovogodišnjeg tromjesečja zabilježena nova povijesno najviša razina cijena sirove nafte od 147 dolara po barelu, uslijedila je snažna korekcija cijena. Tijekom trećeg tromjesečja cijena nafte spustila se za više od 40%. Ovakvoj snažnoj korekciji najviše su doprinijeli sudionici na tržištu koji su se prvenstveno fokusirali na potražnju za sirovom naftom, a manje na ponudu koja je bila do tada u centru pažnje. Problemi u financijskom sektoru koji su bili prisutni tijekom čitave 2008., a dosegli su vrhunac u trećem ovogodišnjem tromjesečju, prelili su se i na realni sektor. To se na koncu odrazilo na usporavanje gospodarske aktivnosti, a time automatski i na usporavanje rasta potražnje za sirovom naftom. Strah od globalne svjetske recesije tijekom promatranog perioda rezultirao je padom potražnje za sirovom naftom najvećeg svjetskog potrošača nafte SAD-a, koji je potražnju u 2008. smanjio za gotovo 3%. Istovremeno, ostale zemlje OECD-a također su zabilježile pad potražnje za naftom, dok su u azijskim zemljama neke mjere kao što su vladino podizanje maloprodajnih cijena naftnih derivata utjecale na smanjenje potrošnje te na pad potražnje. U narednom razdoblju očekuje se relativno stabilna ponuda od strane zemalja OPEC-a te je moguće i povećanje proizvodnje nekih zemalja koje nisu članice OPEC-a. Oporavak američke valute, koja je službena valuta u trgovanju sirovom naftom na svjetskom tržištu, u posljednje vrijeme značajno je pridonio padu cijena sirove nafte. Smanjenje pritiska na rast cijena očekuje se i u narednom razdoblju, s obzirom da se očekuje kako ćemo do kraja godine nastaviti bilježiti aprecijacijske pritiske na američku valutu.

Na kretanje cijena sirove nafte u nastavku godine, značajan utjecaj imat će rješavanje vanjsko-političkih pitanja te rješavanje napetosti između pojedinih zemalja. Utjecaj na buduća kretanja cijene nafte na svjetskom tržištu mogle bi imati i zalihe s kojima raspolažu najveća svjetska gospodarstva. Slični trendovi očekuju se i u 2009. Kao rezultat nastavka usporavanja gospodarske aktivnosti SAD-a i Europe, ali posljedično i gospodarstava u azijskim zemljama, moguće su daljnje revizije potražnje što bi moglo dovesti do daljnjeg pada cijena sirove nafte.

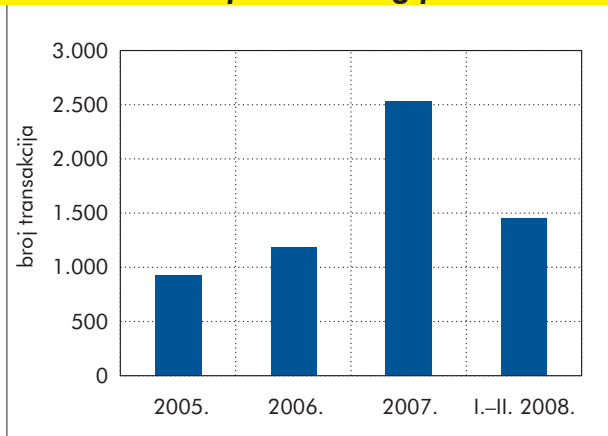
# Rast M&A aktivnosti u Hrvatskoj i regiji

## Vrijednost globalnih M&A transakcija, objavljeno



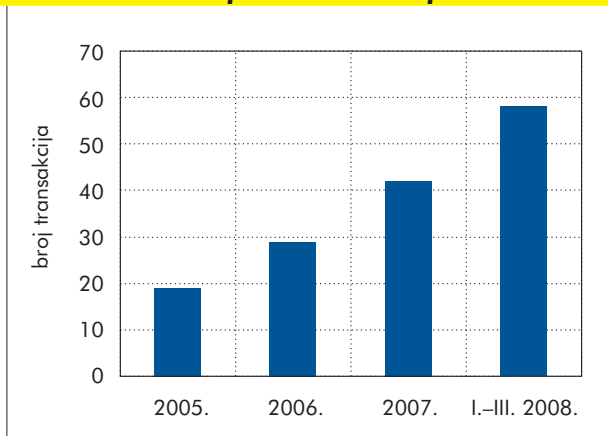
Izvori: Dealogic, Wall Street Journal

## M&A transakcije u CEE regiji



Izvori: Dealwatch, www.securities.com

## M&A transakcije u Hrvatskoj



Izvori: Dealwatch, www.securities.com

Spajanja i preuzimanja (engl. *mergers and acquisitions*, M&A), kao sve popularnija strategija rasta i jačanja tvrtke, jedan su od najznačajnijih trendova u ekonomiji s kraja prošloga stoljeća. Iako motivi i oblici mogu biti razni (nova tržišta i proizvodi, sinergijske mogućnosti, restrukturiranje u svrhu poboljšanja poslovanja, osiguravanje konkurentnosti...), uspješna M&A transakcija ovisi o nizu čimbenika te vrlo mali broj transakcija zapravo dostigne planirano. Razlozi su razni, a većina ih počiva na neiskustvu kompanije kupca (*buyer*) ili prodavača (*seller*) koji nisu spremni na sve potencijalne poteškoće koje mogu proizaći iz transakcije. S obzirom da nije jednostavno spojiti tvrtke različitih kultura, možda je najznačajniji uzrok loših transakcija zapravo ljudski faktor i nepripremljenost. Najznačajnija riječ u M&A-u jest – dodana vrijednost. Prema istraživanju konzultantske kuće McKinsey, od 1996.–2000. prosječna dodana vrijednost na transakcije bila je samo 2% dok je između 2000. i 2006. ona porasla na 6%. Kao glavni razlog tome navodi se sve veća osviještenost menadžmenta tvrtki o potrebi angažmana oko transakcije, kao i sve učestalije korištenje savjetnika (najčešće velikih banaka ili specijaliziranih M&A savjetnika, tzv. *boutiquea*) koji su postali neophodni kod većine transakcija. Dodane vrijednosti koju iskusi savjetnici unose u proces mnoge su: od iskustva na tržištu i strukturiranja transakcija, njihove organizacije i usklađivanja menadžmenta tvrtke prodavača i kupca, široku paletu interesenata zahvaljujući kontaktima, usluge *due diligencea*, valuacije, pa sve do pregovaranja i omogućivanja financiranja transakcija. Svi ti procesi imaju znatan utjecaj na cijenu transakcije koja se može čak i višestruko promijeniti od početka do kraja transakcije, ovisno o sposobnosti sudionika. Kupci se dijele na financijske (uglavnom financijske institucije ili *Private Equity* fondovi) koji se najčešće aktivno ne upliću u vodstvo tvrtke već samo investiraju, i na strateške (uglavnom iz iste industrije) koji najčešće utječu ili izmjene vodstvo preuzete kompanije. Najčešći oblici transakcija su obična preuzimanja izlistanih ili privatnih poduzeća (plaćaju se gotovinom ili dionicama vlastite kompanije), LBO-i (*Leveraged Buyout* akvizicije putem financijske poluge odnosno korištenjem kredita) koji su najučestaliji kod *Private Equity* fondova, te MBO-i (*Management Buyout*) u kojima menadžment, uz financijskog sponzora, otkupljuje udio u tvrtci u kojoj djeluje. Naravno, tu su i spajanja sa strateškim ciljem jačanja obiju tvrtki. Pod M&A transakcije ubrajaju se također i korporativna restrukturiranja,



privatizacije i kupnje manjinskih udjela u cijeloj kompaniji ili kupnje pojedinih poslovnih segmenata ciljane kompanije.

Dostupnost kapitala i niske kamate na zaduživanje dovele su do znatnog rasta globalne M&A aktivnosti posljednjih godina. Trendu je znatno doprinio i snažan ekonomski rast zemalja u razvoju na čelu sa Indijom, Kinom i Istočnom Europom koje su postale atraktivne destinacije preuzimatelja sa zasićenih tržišta Zapada. Međutim, krizom hipotekarnih kredita koja se prelila u financijsku krizu širokih razmjera, naglo je prekinuta dostupnost financiranja od strane banaka i tako ujedno usporeno jačanje globalne M&A aktivnosti (23% niža u odnosu na isto razdoblje 2007.). U međuvremenu, kao nusproizvod krize, došlo je do pada cijena kompanija te one trenutačno trguju na najnižoj razini u posljednjih par godina. Tvrtke koje posjeduju vlastiti kapital krenule su u kupovinu i najavile val preuzimanja koji bi trebao početi početkom iduće godine, ovisno o brzini rješavanja bankarske krize. U 2008. najznačajnija M&A aktivnost prisutna je u financijskom sektoru, ponajviše zbog krize koja je primorala mnoge banke i osiguravajuća društva na prodaju institucijama sa "zdravijom" bilancom kao i matičnim državama koje su morale intervenirati. Od ostalih industrija, energetska i proizvođačka imaju najznačajnije udjele, a najznačajnija aktivnost je u SAD-u kojeg sustižu Europa i Azija.

Interes za M&A u CEE regiji u velikom je porastu posljednjih godina. Riječ je o velikom tržištu sa snažnom potražnjom, visokim rastom i sve većom političkom stabilnošću obilježenu ulaskom mnogih zemalja u EU. Broj javno objavljenih M&A transakcija u 2007. rastao je gotovo 80% po broju transakcija. Iako se globalna M&A aktivnost usporava zbog manje dostupnosti financiranja transakcija, u prvoj polovini 2008. ona i dalje znatno raste u CEE-u. Bilježimo sve manje privatizacija u regiji, što je znak da je većina država prošla kroz tranzicijsku fazu, no one su i dalje znatno prisutne u Rusiji i Srbiji. Sve je veći broj transakcija unutar države popraćen sve jačem fokusom na poduzeća srednje veličine u razvijenijim državama (Češka, Poljska). Najveći udio u M&A zauzimaju Rusija i Poljska čije se tvrtke sve češće nalaze u ulozi preuzimatelja. Prema sektorskoj raspodjeli, u 2008. sličan je trend kao i u 2007: sektor proizvodnje zauzima najveći udjel, slijede ga sektor financija i osiguranja te IT

sektor, energija i infrastruktura (*utilities*). Značajan rast su ostvarili i nekretninski sektor, maloprodaja, veleprodaja i građevina. Samo 37% transakcija bile su međugranične, no činile su 64% vrijednosti svih transakcija.

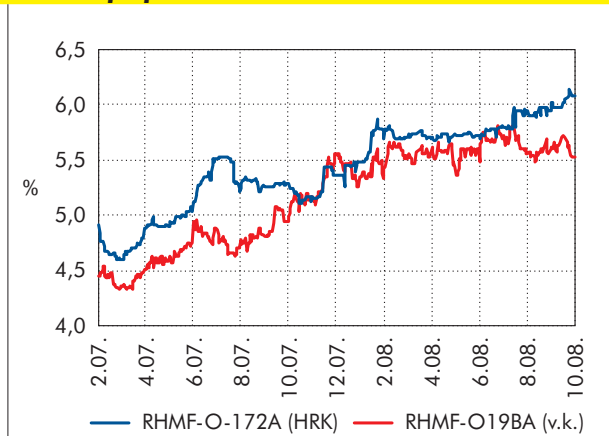
Poslijednjih godina većina M&A aktivnosti u Hrvatskoj uglavnom se svodila na bankarski, telekomunikacijski i medijski sektor. Poput ostalih zemalja u tranziciji, Hrvatska je također prošla kroz fazu privatizacije u kojoj su velike europske tvrtke preuzele lokalne monopoliste i izvršile prijeko potrebno restrukturiranje. Međutim strukturalna nepogodnost i visok stupanj birokracije bili su prepreka značajnijoj aktivnosti, te su se investitori, unatoč značajnom ekonomskom rastu i razvijenosti u odnosu na ostale zemlje u tranziciji, okrenuli manje razvijenim, ali dostupnijim zemljama (osim bankarskog sektora koji je bio u potpunosti preuzet). U novije vrijeme, bilježimo značajniju aktivnost u farmaceutskoj industriji, građevini i IT-u. Približavanje Hrvatske EU sve više budi interes investitora, ponajviše iz središnje i zapadne Europe.

Najveći potencijal leži u proizvodnji, građevini, turističkom i energetske sektoru u kojima je M&A prijeko potreban kako bi se izgradila i očuvala konkurentnost u sve kompetitivnijem okruženju. Međutim, nespremnost i nesvijesnost o dobrobiti M&A glavna su prepreka hrvatskih poduzetnika koje polako jenjavaju.

U periodu do listopada 2008. Hrvatska se svrstala među prvih pet država jugoistočne Europe po broju javno objavljenih transakcija (+56% u odnosu na isti period 2007.) Najznačajnije industrije ostale su: energetska (MOL-ovo preuzimanje udjela u INI), turizam, proizvodnja hrane, IT i građevina. Konsolidacija će se nastaviti u maloprodajnom, građevinskom i sektoru proizvodnje hrane. Hrvatske će kompanije i dalje tražiti svoje mete u regiji zemalja bivše Jugoslavije sa kojima su dobro povezane te u kojima imaju omogućen lak pristup i sličan profil potrošača. S obzirom na veliki potencijal i nužnost, očekujemo snažan val M&A aktivnosti u roku od dvije godine, baš prije ulaska u EU do kad bi domaći poduzetnici trebali shvatiti neizbježnost M&A-a u cilju očuvanja konkurentnosti na europskoj sceni kao i sav potencijal rasta i jačanja koji one pružaju ukoliko su dobro provedene.

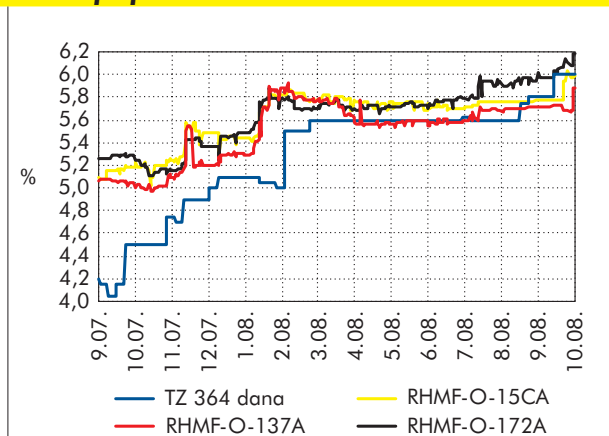
# Pesimizam i zabrinutost smanjili prinose

## Kretanje prinosa



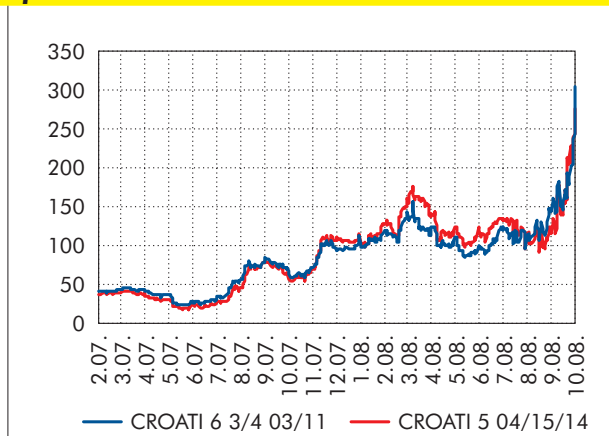
Izvori: reuters.hr, Raiffeisen istraživanja

## Krivulje prinosa hrvatskih obveznica



Izvori: Bloomberg, reuters.hr, Raiffeisen istraživanja

## Spread hrvatskih obveznica



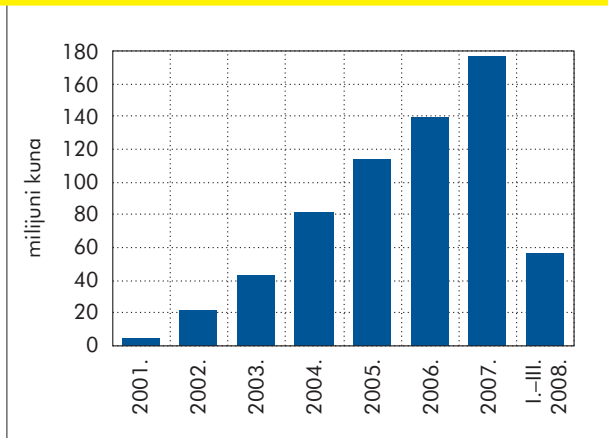
Izvori: MF, reuters.hr, Raiffeisen istraživanja

Slom dijela financijskog sustava stvorio je na svjetskim tržištima okruženje koje pogoduje rastu cijena državnog duga najrazvijenijih zemalja. Zabrinutost investitora te njihova averzija prema preuzimanju rizika ponovno su intenzivirali pritiske na pad prinosa na američkom i europskom tržištu. Prisutna nesigurnost na financijskim tržištima vidi se i kroz rast problema nelikvidnosti koji je izravna posljedica nesklonosti financijskih institucija na međusobno posuđivanje sredstava u vremenima povećanih rizika. Tako je zabilježen snažan rast kamatnih stopa na novčanom tržištu, dok su investitori višak sredstava primarno usmjeravali u prekonoćne depozite kod središnjih banaka te u državni dug najrazvijenijih zemalja. Također, padu prinosa pogodovala su i povećana očekivanja kako će Fed i ECB biti prisiljeni u skorašnjem razdoblju smanjiti referentne kamatne stope te i na taj način pokušati ublažiti probleme u financijskom sustavu. Tako smo očekivano zabilježili najveći pad prinosa na obveznice s kraćim rokom dospeljeća, a samim time i vidljivo povećanje nagiba krivulje prinosa. Slabljenje inflatornih pritiska, sukladno kretanjima na svjetskim robnim tržištima, te zabrinutost investitora stanjem gospodarstava SAD-a i eurozone daju dodatnu podršku padu prinosa. Do kraja ove godine očekujemo da strah investitora, nepovoljni gospodarski pokazatelji te smanjenje referentnih kamatnih stopa u SAD-u i eurozoni i dalje zadrže prinose na niskim razinama. Ipak, već u prvoj polovici iduće godine djelomičnim povratkom povjerenja u dionička tržišta te povećanom ponudom državnog duga (trošak sanacije financijskog sustava) prinosi bi mogli zabilježiti rast. Trenutna situacija na globalnom tržištu ne pogoduje emerging market dugu u Europi. Posljednji pad prinosa na europskom tržištu te smanjena potražnja za dugom zemalja u CEE i SEE regiji generirali su pritiske na povećanje spreada. Također, u određenim zemljama, uz ekonomske čimbenike, pojavili su se i utjecaji povećanih političkih čimbenika na kretanje cijena državnog duga. U nadolazećem razdoblju povoljan utjecaj na pad prinosa na dug emerging marketa u Europi mogao bi doći od promjena u retorici središnjih banaka odnosno smanjenja ključnih kamatnih stopa u promatranim zemljama. Naime inflatorni pritisci očekivano slabe, iako i dalje postoji opasnost od negativnih sekundarnih utjecaja na gospodarstvo, a svi pokazatelji ukazuju i na usporavanje ekonomske aktivnosti uslijed pogoršanog vanjskog okruženja. Za kraj ove i početak sljedeće godine nekoliko zemalja u regiji planira izdanja euroobveznica.



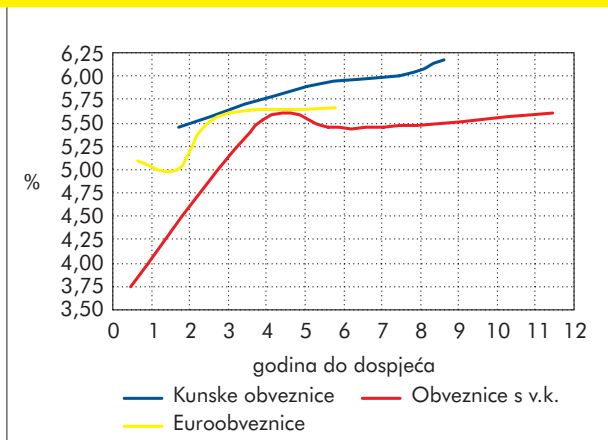
## Nešto veća aktivnost bez novih izdanja

### Prosječni dnevni promet domaćim obveznicama



Izvor: Zagrebačka burza

### Krivulje prinosa hrvatskih obveznica, 10.10.2008.



Izvori: Bloomberg, Reuters.hr, Raiffeisen istraživanja

Tijekom trećeg ovogodišnjeg tromjesečja aktivnosti na domaćem tržištu blago su se dinamizirale unatoč nepovoljnim čimbenicima poput snažnijih inflatornih pritisaka te ponovnog smanjenja razine likvidnosti sustava. Ipak, povećana volatilnost te pad na dioničkim tržištima usmjerio je i dio domaćih institucionalnih investitora prema ulaganju u obveznice. Tako je u promatranom razdoblju ostvaren promet u visini od 2,4 milijarde kuna dok je u prethodnom tromjesečju promet iznosio 1,8 milijardi kuna. Međutim, prosječni ovogodišnji dnevni promet obveznicama iznosi tek oko 32% prometa ostvarenog tijekom 2007. Istovremeno, nisu zabilježena nova izdanja obveznica. Cijene izdanja s valutnom klauzulom uglavnom su pratila kretanja s europskog tržišta te su tijekom promatranog razdoblja zabilježila rast. Istovremeno, kunske obveznice zabilježile su pad cijena koji je bio najizraženiji na najduljem kraju kunske krivulje. Krajem godine dospijeva 200 milijuna eura vrijedno izdanje RHMF 08, a za sada država ne planira izlazak na strana tržišta kapitala uslijed nepovoljnog stanja te potrebe da se smanji rast vanjskog duga. Stoga očekujemo da bi u narednom razdoblju središnja država, u koordinaciji s monetarnim vlastima, i dalje mogla nastaviti preferirati zaduživanje kod domaćih banaka. Naznake da bi institucionalni investitori dio sredstava dobivenih prodajom udjela u INI u turbulentnim vremenima na dioničkim tržištima mogli usmjeriti prema obveznicama moglo bi kreirati određeni rast potražnje za domaćim obveznicama tijekom posljednjeg tromjesečja 2008. Do kraja ove godine HBOR je predvidio izdanje euroobveznice vrijednosti oko 330 milijuna eura s još nepoznatim kuponom, a potražnja za ovom obveznicom mogla bi ukazati koliki je stupanj povjerenja stranih investitora prema hrvatskom gospodarstvu u trenutnim uvjetima.

### Državne obveznice na domaćem tržištu

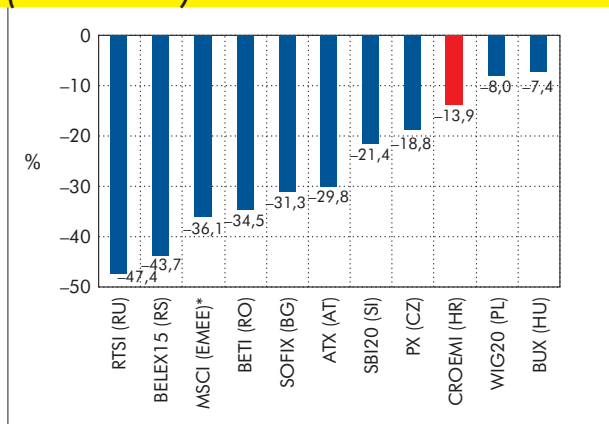
| Obveznica   | Valuta | Iznos izdanja (mil.) | Dospjeće  | Kupon (%) | Prinos do dospelja (%) 10.10.08. | Spread prema njemačkim obveznicama 10.10.08. | Spread prema EUROWAP-u 10.10.08. | Prinos do dospelja (%) 30.6.07. | Prinos do dospelja (%) 31.12.07. | Prinos do dospelja (%) 30.9.07. |
|-------------|--------|----------------------|-----------|-----------|----------------------------------|----------------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|
| RHMF-O-08CA | EUR*   | 200                  | 14.12.08. | 6,875     | 3,74                             | 213                                          | -168                             | 4,78                            | 5,01                             | 4,83                            |
| RHMF-O-125A | EUR*   | 500                  | 23.5.12.  | 6,875     | 5,53                             | 220                                          | 103                              | 5,99                            | 5,36                             | 4,97                            |
| RHMF-O-142A | EUR*   | 650                  | 10.2.14.  | 5,500     | 5,45                             | 183                                          | 95                               | 5,61                            | 5,42                             | 4,99                            |
| RHMF-O-157A | EUR*   | 350                  | 14.7.15.  | 4,250     | 5,46                             | 167                                          | 91                               | 5,66                            | 5,39                             | 5,03                            |
| RHMF-O-19BA | EUR*   | 500                  | 29.11.19. | 5,375     | 5,60                             | 123                                          | 82                               | 5,72                            | 5,36                             | 5,04                            |
| RHMF-O-103A | HRK    | 3.000                | 8.3.10.   | 6,750     | 5,45                             | 239                                          | -                                | 4,93                            | 5,03                             | 4,39                            |
| RHMF-O-137A | HRK    | 4.000                | 11.7.13.  | 4,500     | 5,89                             | 236                                          | -                                | 5,58                            | 5,31                             | 5,06                            |
| RHMF-O-15CA | HRK    | 5.500                | 15.12.15. | 5,250     | 5,99                             | 214                                          | -                                | 5,69                            | 5,45                             | 5,17                            |
| RHMF-O-172A | HRK    | 5.500                | 8.2.17.   | 4,750     | 6,18                             | 225                                          | -                                | 5,70                            | 5,48                             | 5,28                            |

\* Valutna klauzula; u trgovini, kamate i glavnica se isplaćuju u kunama prema srednjem tečaju HNB-a na dan trgovanja.

Izvori: MF, Zagrebačka burza, SDA, Reuters.hr

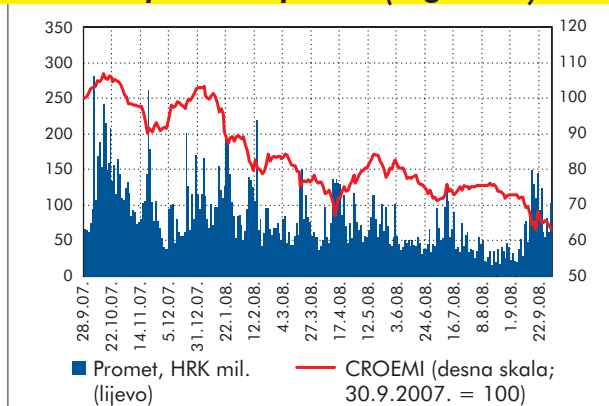
# Pad vrijednosti svih indeksa u regiji

## Regionalni indeksi – prinosi (3. tr. 2008.)



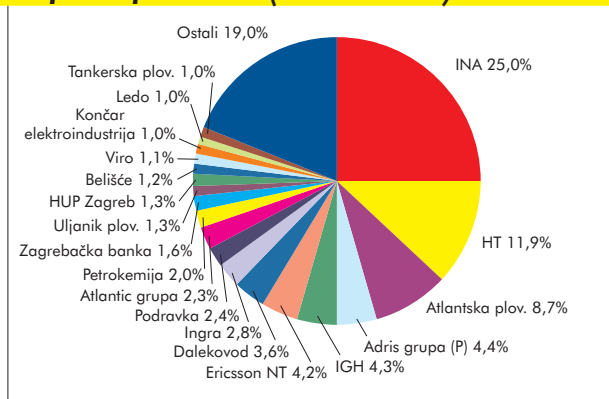
\* MSCI Emerging Market Eastern Europe  
Napomene: U lokalnoj valuti na datum 30.9.2008.  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Burzovni promet i prinos (1 godina)



Napomena: Promatrano je razdoblje od 30.9.2007. do 30.9.2008.  
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

## Udjeli u prometu (3. tr. 2008.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

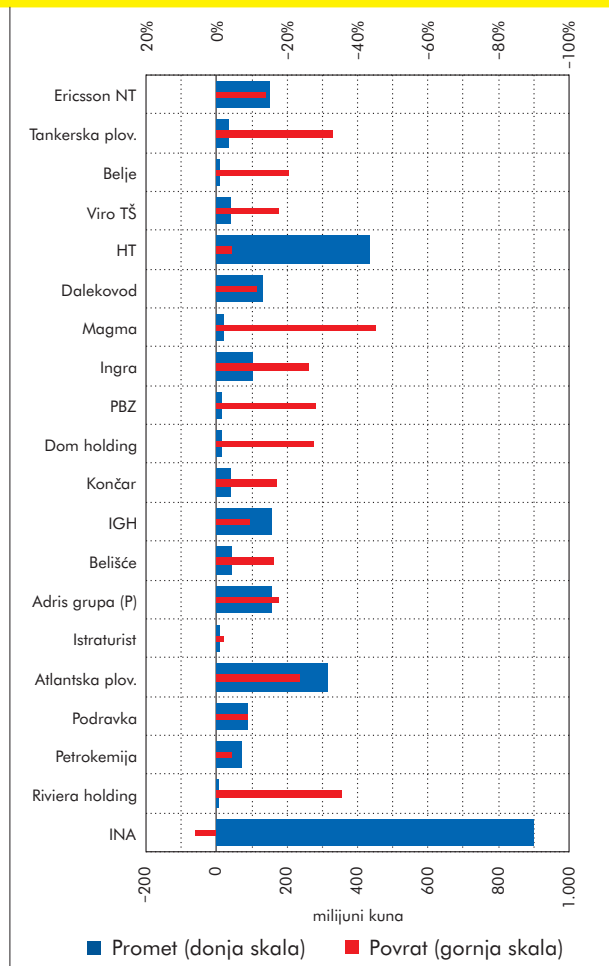
**Regionalni povrati.** U promatranom tromjesečju niti jedan od indeksa iz regije nije ostvario rast vrijednosti u odnosu na prethodno tromjesečje. Tako se pad od prošlog tromjesečja nastavio, a slično kretanje bilo je obilježje ne samo regionalnih, nego i većine ostalih svjetskih tržišta kapitala. Glavni razlog takve snažne korekcije prvenstveno se pripisuje utjecaju loših vijesti koje su dolazile s američkog tržišta. Nakon što je prošao prvi val krize hipotekarnog tržišta, kao što se i očekivalo, kriza se prelila na američki financijski sektor. Tržišta jugoistočne Europe, koja se inače razvijaju neovisno o vanjskim utjecajima, te bez elemenata koji su uzrokovali krizu i stvarnih poveznica, ipak su bila obilježena snažnom ovisnosti o međunarodnim trendovima. Za razliku od prethodnog tromjesečja kada su indeksi Rusije i Srbije bili među rijetkima u regiji s rastom, u proteklom tromjesečju su upravo ovi indeksi ostvarili najveći pad. Lokalni, ali i međunarodni investitori, i dalje napeti i izbjegavajući veće izlaganje riziku, povlačili su svoje uloge s regionalnih tržišta. Hrvatsko tržište kapitala, koje se po stopi promjene na ljestvici indeksa u regiji našlo među indeksima s najmanjim padom u trećem tromjesečju, ipak je bilo uvučeno u medvjede raspoloženje koje vlada na globalnim financijskim tržištima. Od ljeta prošle godine, kada je počela kriza, udio inozemnih investitora na domaćem tržištu je pao s 39% (lipanj 2007.) na 32% (rujan 2008), najvećim dijelom zbog rastuće averzije prema riziku.

**Povrati na domaćem tržištu.** Hrvatsko dioničko tržište u trećem tromjesečju obilježila je izrazita volatilnost kako prometa tako i cijena, što je dodatno pojačalo rezerviranost i averziju investitora prema riziku. Indeks CROEMI zaključio je tromjesečje na razini od 2.626,54 boda, što je u odnosu na početak tromjesečja niže za 12,2%, u odnosu na početak godine niže za 38,6%, a na godišnjoj razini niže za 36,7%. Ovakva kretanja na domaćem dioničkom tržištu u skladu su sa svjetskim i regionalnim kretanjima. Potresi na američkom financijskom tržištu odrazili su se i na domaće tržište kapitala. Jedina sastavnica CROEMI-a koja je zabilježila rast u proteklom tromjesečju bila je dionica INE (+6,1%), dok je najmanje na vrijednosti izgubila dionica Istraturista (-2%). Najveći pad zabilježila je dionica Magme (-45,2%). Na kraju trećeg tromjesečja tržišna kapitalizacija svih dionica kojima se trguje na Zagrebačkoj burzi iznosila je 214,4 milijarde kuna, što je 32,3% manje u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Udio tržišne



## MOL kupio dodatnih 22,15% dionica INE

### CROEMI sastavnice u 3.tr. 2008.



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

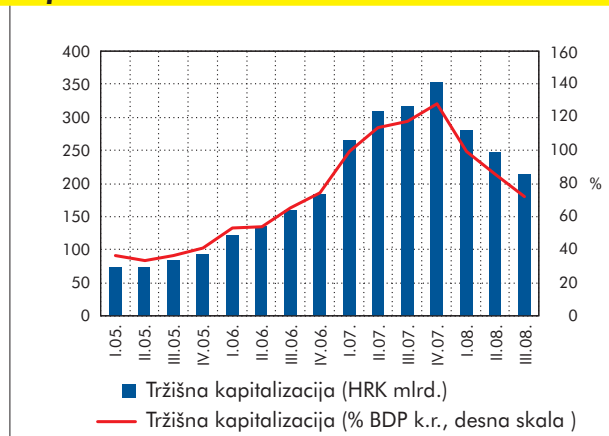
kapitalizacije u procijenjenom BDP-u dodatno je smanjen u odnosu na kraj drugog tromjesečja s 85,6% na 72,2%.

**Prometi dionicama.** Iako je rujna donio dvostruko veće volumene trgovanja u odnosu na kolovoz, na tromjesečnoj razini ipak je zabilježen pad prometa. Dionički promet u trećem tromjesečju 2008. godine na Zagrebačkoj burzi iznosio je 3,6 milijardi kuna, što je u odnosu na drugo tromjesečje smanjenje za 14,3%, a u odnosu na isto tromjesečje prošle godine smanjenje od 12,2%. U ovom tromjesečju titulu najlikvidnije dionice preuzela je INA s ukupnim prometom od 902,1 milijuna kuna dok je na drugom mjestu dionica HT-a (440,7 mil. kuna), a slijedi je dionica Atlantske plovidbe (318,8 mil. kuna). Deset najlikvidnijih dionica sudjelovalo je u ukupnom prometu sa 69,7%, dok je za obuhvaćanje 75% ukupnog dioničkog prometa potrebno uključiti 14 najlikvidnijih dionica. Ako ovaj podatak usporedimo s prethodnim kvartalom, primjetno je daljnje intenziviranje interesa za najlikvidnija izdanja. Tijekom trećeg tromjesečja trgovalo se s ukupno 224 dionice. Ponovno su investitorima bile najinteresantnije dionice iz sektora prijevoza, prometa i veza (promet od 873,0 mil. kuna), a slijede ih sektor građevine s 350,8 mil. kuna prometa te sektor prehrane i pića s 254,5 mil. kuna.

**Redovna i izvanredna revizija CROEMI-a.** Temeljem analize trgovanja trećeg tromjesečja 2008. godine napravljena je redovna revizija CROEMI indeksa. Sve kriterije zadovoljio je 61 izdavalatelj, što je više u odnosu na prethodnu reviziju kada je CROEMI kriterije zadovoljilo 55 izdavalatelja. Od trenutnih CROEMI sastavnica svi izdavalatelji su zadovoljili CROEMI kriterije. Izvanredna revizija je napravljena zbog objave o točnom broju deponiranih dionica Ine za račun MOL-a. Sukladno metodologiji, sastav indeksa će ostati nepromijenjen te će svim izdavalateljima težine u indeksu biti zadržane na 100% slobodnih dionica. Maksimalnu težinu u CROEMI indeksu od 15% i dalje će imati dionica HT-a, dok će povlaštene dionice Adris grupe i redovne dionice Ine biti zastupljene u indeksu s 13,72% odnosno 13,21%. Ovaj sastav indeksa vrijedit će do 15. siječnja 2009. godine.

**MOL postao vlasnikom 47,15% Ine.** Najvažniji događaj koji je plijenio pozornost investitora u Hrvatskoj tijekom promatranog tromjesečja bila je javna ponuda MOL-a za kupovinu svih preostalih

### Tržišna kapitalizacija trgovanih dionica i njihov udio u BDP-u



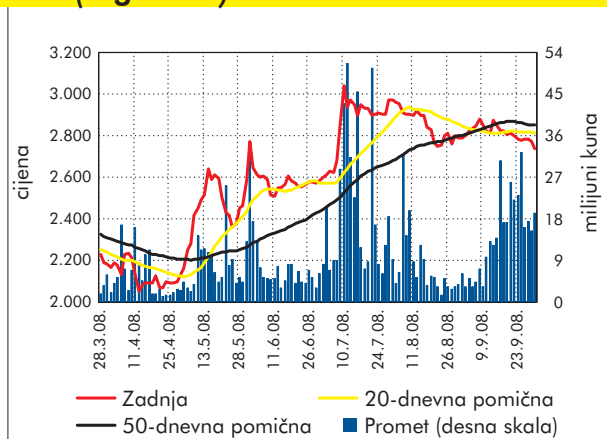
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

# Bez puno optimizma za dionička tržišta

dionica INE, a koje nisu u državnom vlasništvu. Na dan objave ponuđene cijene u iznosu 2.800 kuna, dioničari nisu krili nezadovoljstvo, te su sve procjene govorile da ponuda neće biti uspješna. Kako se špekulacije o protuponudi OMV-a nisu realizirale, a kretanja i izgledi hrvatskog i ostalih tržišta kapitala su bila sve pesimističnija, sve to je ipak dovelo do preokreta te prihvaćanja ponude prvo od institucionalnih, a potom i malih ulagača. Tako je

MOL u zadnjem tjednu prije isteka ponude prikupio 22,15% dionica, no još uvijek nedovoljno za većinsko vlasništvo. Zbog toga se s velikim interesom u nastavku godine očekuju pregovori oko najavljene zamjene 19% Ininih dionica u državnom vlasništvu za MOL-ove dionice. Vlada RH sada još uvijek ima povoljnu poziciju kod pregovaranja o ostalim uvjetima, ali i cijeni odnosno omjeru zamjene. Također, veliku pozornost regulatora i analitičara je privuklo ubrizgavanje od oko 6.200 mil. kuna iz ove transakcije na račune uglavnom domaćih rezidenata, te kratkoročni utjecaj te transakcije na makroekonomske pokazatelje.

## INA (1 godina)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

## Usporedni pokazatelji CROEMI sastavnica

| CROEMI indeks   | Trž.kap., HRK mlrd. | P/E   | EV/EBITDA | Prinos od dividendi | ROE   |
|-----------------|---------------------|-------|-----------|---------------------|-------|
| Adris grupa     | 6,77                | 7,47  | 5,78      | 2,3%                | 11,8% |
| Atlantska plov. | 2,29                | 4,3   | 4,0       | 2,8%                | 51,2% |
| Belišće         | 0,81                | 22,5  | 11,2      | 0,7%                | 7,2%  |
| Belje*          | 1,31                | 90,70 | 27,00     | 0,0%                | 1,4%  |
| Dalekovod*      | 1,61                | 20,2  | 13,0      | 1,8%                | 14,8% |
| Dom Holding     | 0,53                | n.a.  | 19,2      | 0,0%                | n.a.  |
| Ericsson NT*    | 2,40                | 11,5  | 9,3       | 14,8%               | 17,8% |
| HT              | 21,17               | 9,4   | 4,4       | 11,4%               | 19,0% |
| IGH             | 1,26                | 22,1  | 12,8      | 0,9%                | 16,6% |
| INA             | 27,40               | 20,0  | 12,5      | 0,5%                | 9,9%  |
| Ingra           | 1,14                | 14,3  | 19,1      | 128,6%              | 12,5% |
| Istraturist     | 1,94                | 190,6 | 28,2      | 0,0%                | 1,5%  |
| Končar          | 1,31                | 13,4  | 9,8       | 0,0%                | 8,1%  |
| Magma           | 0,49                | n.a.  | 32,2      | 1,9%                | n.a.  |
| PBZ*            | 13,36               | 14,3  | n.a.      | 0,0%                | 11,5% |
| Podravka        | 1,83                | 96,0  | 11,4      | 0,0%                | 1,0%  |
| Petrokemija*    | 0,74                | 6,3   | 3,4       | 0,0%                | 11,4% |
| Riviera holding | 1,29                | 70,2  | 15,4      | 0,0%                | 1,4%  |
| Tankerska plov. | 1,53                | 6,8   | 4,4       | 2,3%                | 12,7% |
| Viro TŠ*        | 1,03                | 20,4  | 16,0      | 2,7%                | 10,5% |

\* Na bazi nekonsolidiranih izvještaja. Napomena: Izračuni se temelje na poslovnim podacima zadnja četiri tr. te cijena s kraja trećeg tromjesečja.

Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

**Vrednovanje tržišta i očekivanja.** Prethodno tromjesečje bilo je obilježeno posrtanjem financijske industrije, na gotovo globalnom nivou, što je rezultiralo velikim fluktuacijama cijena dionica, ne samo financijskih ustanova nego dionica svih sektora. Tako niti usvajanje američkog plana spašavanja financijskih institucija nije uspjelo spriječiti daljnji pad dionica koji se nastavio jednako strmim smjerom. Pored rasprostranjene financijske krize, globalna tržišta očekuje i prilagodba na silaznu putanju ekonomije. Pokrenuta serija korekcija ranije planiranih neto dobiti, sjena recesije i saniranje posljedica financijske krize sasvim sigurno će obilježiti raspoloženje ulagača u narednim mjesecima. U usporedbi s podacima iz prethodnog razdoblja, CROEMI indeks će doživjeti niske razine fundamena (očekivani P/E za 2008.: 10,27; procijenjeni P/E za 2009.: 9,11). Međutim, u usporedbi s nekim drugim tržištima, hrvatski indeks je još uvijek visoko vrednovan. Smatramo, s obzirom na usporavanje svjetskih gospodarstava, te uz to vezanu visoku averziju prema riziku oko ulaganja u dionice, da čak niti relativno povoljni izgledi dobiti hrvatskih kompanija neće biti dovoljan poticaj da dozovu nazad strane investitore.



## Raiffeisen istraživanja

### Raiffeisen Consulting Direkcija za ekonomska istraživanja

Zdeslav Šantić, v.d. direktor Direkcije; tržište kapitala, makroekonomija, politika, tržište novca i tečaj;  
tel: 01/61 74 337, email: zdeslav.santic@rba.hr

Davor Vlajčić, ekonomski analitičar-pripravnik; makroekonomija, tržište novca i tečaj; tel: 01/61 74 175, email: davor.vlajcic@rba.hr  
mr.sc. Nada Harambašić, financijski analitičar; tržište vrijednosnica; tel: 01/61 74 870, email: nada.harambasic@rba.hr

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

Sinan Mašović, financijski analitičar; tržište vrijednosnica; tel: 01/61 74 360, email: sinan.masovic@rba.hr

mr.sc. Marijana Čveljo, ekonomski analitičar za tržište nekretnina; tel: 01/61 74 359, email: marijana.cveljo@rba.hr

### Raiffeisen Consulting Direkcija za EU fondove i poslovno savjetovanje

Ivona Vegar, MBA, poslovno savjetovanje; tel: 01/61 74 312; email: ivona.vegar@rba.hr

### Raiffeisenbank Austria

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

#### Sektor riznice i investicijskog bankarstva

Renata Gecan-Milek, zamjenica izvršnog direktora; tržište novca i tečaj; tel: 01/46 95 052, email: renata.gecan-milek@rba.hr

Goran Nušinić, direktor Direkcije; tržište dionica; tel: 01/46 95 070, email: goran.nusinovic@rba.hr

#### Samostalna direkcija za M&A i poslove korporativnog financiranja

Igor Mataić, direktor Direkcije; tel: 01/61 74 332, email: igor.mataic@rba.hr

### Kratice

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje  
BDP – bruto domaći proizvod  
CEE – države srednje i istočne Europe  
DZS – Državni zavod za statistiku  
e – estimate (procjena)  
ECB – European Central Bank (Europska središnja banka)  
EUR – euro  
f – forecast (prognoza)  
Fed – Federal Reserve System (Američka središnja banka)  
HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HNB – Hrvatska narodna banka  
HTZ – Hrvatska turistička zajednica  
HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje  
IEA – International Energy Agency  
kn, HRK – kuna  
MF – Ministarstvo financija  
OPEC – Organization of the Petroleum Exporting Countries  
SEE – države jugoistočne Europe  
UN – Ujedinjeni narodi  
USD – dolar  
ZSE – Zagrebačka burza

### Nakladnik

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

Publikacija je dovršena 10. listopada 2008.

#### 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 pouzda, ali za koje ne jamči. Utoliko su informacije, mišljenja, zaključci, prognoze i projekcije izneseni u ovoj publikaciji podložni promjenama koje avise 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.

