

RBAAnalyze

broj 89
srpanj 2023.

Rast unatoč svemu

- Blaži, ali ustrajni inflatorni pritisci
- ESB: stezanje monetarne politike se nastavlja
- Stabilne javne financije uoči izborne 2024.
- Dobra izvedba dioničkih indeksa u H1 23 umanjuje potencijal rasta

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: paul prescott

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Rast unatoč svemu	5
-------------------------	---

Realni sektor, tržište rada

Široko rasprostranjen rast se nastavlja, ali rizici ostaju	6
--	---

Odnosi s inozemstvom

Poboljšanje na tekućem računu platne bilance u prvom tromjesečju	8
--	---

Inflacija

Blaži, ali ustrajni inflatorni pritisci	9
---	---

Monetarne politike ESB-a i Fed-a, EUR/USD

Približavanje kraja ciklusa podizanja referentnih kamatnih stopa	11
--	----

Fiskalna politika i tržište duga

Poboljšani fiskalni ciljevi za 2023., volatilnost na tržištima obveznica	14
--	----

Središnja tema: NGEU

Dvije i pol godine nakon donošenja, je li NGEU na pravom putu?	17
--	----

Financijski sustav

Prilagodba na poslovanje unutar euro područja	20
---	----

Tržište dionica

Pozitivni čimbenici dijelom već uračunati u cijene dionica	21
--	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
BDP i proizvodnja							
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	51.933	54.784	50.451	58.207	67.390	73.150	77.003
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	13.094	13.950	12.974	15.044	17.461	18.953	19.977
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	2,8	3,4	-8,6	13,1	6,2	2,5	2,7
Potrošnja kućanstava	3,3	4,1	-5,1	9,9	5,2	1,6	2,3
Bruto investicije u fiksni kapital	3,9	9,0	-5,0	4,7	5,8	5,7	5,8
Trgovina na malo, % promjena, realno ¹	3,8	3,6	-5,8	12,1	2,1	1,4	2,5
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena ¹	-1,0	0,5	-3,4	6,7	1,6	0,6	2,7
Cijene, nezaposlenost i proračun							
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	0,8	1,3	-0,7	5,5	12,7	4,1	2,6
%, prosjek	1,5	0,8	0,1	2,6	10,8	7,6	3,3
Proizvođačke cijene ² , %, kraj razdoblja	0,6	1,5	-1,2	19,7	19,9	2,5	3,2
%, prosjek	2,3	0,8	-2,0	9,7	26,4	6,9	3,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	9,2	7,7	8,9	8,0	6,7	6,5	6,5
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	8,4	6,6	7,5	7,6	7,0	6,9	6,8
Prosječna neto plaća (EUR), pr	828	857	898	946	1.015	1.120	1.177
Realna promjena neto plaće, %	2,8	2,7	4,6	2,8	-3,5	2,7	1,8
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	0,0	0,2	-7,3	-2,8	0,4	-2,0	-2,4
Javni dug, mlrd. EUR, ESA 2010	38,0	38,9	43,9	45,6	46,1	48,6	50,5
% BDP-a	73,2	71,0	87,0	78,4	68,4	66,4	65,5
Bilanca plaćanja i dug							
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	26.070	28.194	20.955	29.117	40.309	43.574	46.440
% promjena	6,0	8,1	-25,7	38,9	38,4	8,1	6,6
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	26.512	28.399	24.505	30.699	44.111	47.059	50.192
% promjena	9,3	6,2	-13,7	25,3	43,7	6,7	6,7
Tekući račun platne bilance, % BDP-a	1,8	2,8	-0,5	1,8	-1,6	-0,3	-0,5
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	1.081	3.508	1.111	3.902	3.489	2.900	2.500
Noćenja turista, % promjena	4,0	1,8	-55,3	72,1	28,3	4,0	2,7
Inozemni dug, mlrd. EUR	42,8	40,6	41,3	47,2	49,6	58,9	59,2
Inozemni dug, kao % BDP-a ³	82,4	74,1	81,8	81,1	73,5	80,5	76,9
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ³	164,2	144,0	197,0	162,2	122,9	135,2	127,5
Financijski pokazatelji							
Devizni tečaj, kr, EUR/USD	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,12	1,15
pr, EUR/USD	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,09	1,14
Devizni tečaj, kr, EUR/CHF	1,13	1,09	1,08	1,04	0,99	0,99	1,02
pr, EUR/CHF	1,16	1,11	1,07	1,08	1,01	0,99	1,01
Plasmani, mil. EUR, kr	33,3	34,5	36,7	37,3	40,7	44,5	46,6
% promjena	2,20	3,60	6,40	1,60	9,10	9,40	4,70
Kamatne stope, kraj razdoblja							
Stalno raspoloživa mogućnost deponiranja ⁴	0,00	0,0	0,0	0,0	2,5	4,3	3,8
Mogućnost granične posudbe ⁴	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	3,75	3,25
Euribor O/N	-0,36	-0,45	-0,50	-0,51	1,49	3,79	3,29
Euribor 1m	-0,36	-0,44	-0,55	-0,58	1,88	3,75	3,25
Euribor 3m	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,13	3,85	3,35
Euribor 6m	-0,24	-0,32	-0,53	-0,55	2,69	3,90	3,35
Euribor 12m	-0,12	-0,25	-0,50	-0,50	3,29	3,90	3,30
Kamatna stopa na trezorske zapise 12-mj., %, pr	0,09	0,08	0,06	0,02	0,14	3,40	3,20

¹ Prema izvornim neprilagođenim indeksima ² Na domaćem tržištu ³ Uključujući kružna ulaganja ⁴ kod središnje banke; e – ocjena, f – prognoza, kr – kraj razdoblja, pr – prosjek razdoblja

Prognoze: Ekonomska istraživanja

Izvori: HNB, DZS, MF, Eurostat, Bloomberg



BDP, realna godišnja promjena (%)

	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
Poljska	-2,0	6,9	5,1	0,5	2,7
Mađarska	-5,2	7,1	4,6	0,0	3,0
Češka	-5,5	3,5	2,5	0,5	2,9
Slovačka	-3,3	4,9	1,7	1,0	1,6
Slovenija	-4,3	8,2	5,4	1,7	2,5
SE	-3,4	6,1	4,2	0,5	2,7
Rumunjska	-3,7	5,8	4,7	3,0	4,0
Bugarska	-4,0	7,6	3,4	1,8	2,8
Hrvatska	-8,6	13,1	6,2	2,5	2,7
Srbija	-0,9	7,5	2,4	1,9	3,0
BiH	-3,0	7,4	4,0	1,5	3,0
Albanija	-3,3	8,9	4,8	3,0	3,9
JIE	-4,0	7,4	4,4	2,7	3,6
Rusija	-2,7	5,6	-2,1	0,5	0,5
Ukrajina	-3,8	3,4	-29,1	3,5	5,4
Bjelorusija	-0,9	2,3	-4,7	0,0	1,0
IE	-2,7	5,3	-3,9	0,7	0,8
Austrija	-6,5	4,6	5,0	0,9	1,8
Njemačka	-3,7	2,6	1,8	-0,2	1,1
Europodr.	-6,2	5,3	3,5	0,8	1,5
SAD	-2,8	5,9	2,1	1,2	0,7

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
Poljska	3,4	5,1	14,3	12,5	6,4
Mađarska	3,3	5,1	14,5	19,0	6,7
Češka	3,2	3,8	15,1	11,3	3,7
Slovačka	2,0	2,8	12,1	11,6	5,2
Slovenija	-0,1	1,9	8,8	5,9	2,8
SE	3,0	4,5	14,1	12,8	5,6
Rumunjska	2,6	5,1	13,8	10,4	5,1
Bugarska	1,7	3,3	15,3	10,4	3,7
Hrvatska	0,1	2,6	10,8	7,6	3,3
Srbija	1,6	4,0	11,9	11,2	6,3
BiH	-1,0	2,0	14,0	7,0	3,0
Albanija	1,6	2,0	6,7	4,6	3,8
JIE	1,8	4,1	13,2	9,6	4,8
Rusija	3,5	6,6	13,3	5,9	4,0
Ukrajina	2,7	9,3	20,0	16,4	12,9
Bjelorusija	5,5	9,5	15,2	10,7	9,3
IE	3,5	7,0	13,8	6,8	4,7
Austrija	1,4	2,8	8,6	7,0	3,5
Njemačka	0,4	3,2	8,7	6,2	2,9
Europodr.	0,3	2,6	8,4	5,6	2,9
SAD	1,2	4,7	8,0	4,1	2,6

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
Poljska	-2,3	1,2	5,0	2,6	1,7
Mađarska	-9,5	9,3	2,7	-6,4	1,5
Češka	-6,0	0,8	6,2	1,7	4,1
Slovačka	-10,8	0,2	6,5	8,0	-6,0
Slovenija	-8,2	12,3	8,0	4,3	4,0
SE	-5,1	2,6	5,2	1,6	1,6
Rumunjska	1,1	1,9	8,0	4,5	8,0
Bugarska	0,6	-8,3	-4,3	2,5	4,0
Hrvatska	-5,0	4,7	5,8	5,7	5,8
Srbija	-2,3	7,0	8,0	8,0	n.v.
BiH	-8,4	22,4	18,3	9,0	10,0
Albanija	-2,0	19,9	4,2	3,1	4,9
JIE	-0,7	2,8	5,9	4,9	n.v.
Rusija	-4,4	9,1	3,3	-0,5	0,0
Ukrajina	-24,4	9,3	-34,3	7,2	10,0
Bjelorusija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
IE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	-5,3	8,7	-0,7	0,1	3,5
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Europodr.	-6,4	3,9	3,8	-1,0	3,5
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
Poljska	2,4	-1,4	-3,0	0,0	0,2
Mađarska	-1,1	-4,2	-7,6	-4,1	-0,7
Češka	2,0	-2,8	-6,1	-1,0	-0,2
Slovačka	0,6	0,1	-0,4	0,9	1,3
Slovenija	7,6	3,8	1,4	1,9	1,8
SE	1,9	-1,7	-3,9	-0,6	0,1
Rumunjska	-4,9	-7,2	-9,3	-7,0	-7,0
Bugarska	0,0	-1,9	-0,7	0,0	0,0
Hrvatska	-0,5	1,8	-1,6	-0,3	-0,5
Srbija	-4,2	-4,4	-6,9	-4,5	-3,8
BiH	-3,5	-2,4	-4,6	-4,4	-3,8
Albanija	-8,6	-7,7	-6,1	-6,3	-5,4
JIE	-3,7	-4,8	-6,5	-4,7	-4,6
Rusija	2,2	6,6	10,1	2,7	2,2
Ukrajina	3,4	-1,0	4,9	-2,9	-4,5
Bjelorusija	-0,2	0,7	3,8	1,2	n.v.
IE	2,2	5,7	9,6	2,2	n.a.
Austrija	3,0	0,4	0,7	n.v.	n.v.
Njemačka	7,0	7,4	3,7	5,2	5,4
Europodr.	1,6	2,3	-0,7	0,0	0,5
SAD	-2,8	-3,6	-3,8	-3,2	-3,1

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
Poljska	-6,9	-1,8	-3,7	-5,5	-4,6
Mađarska	-7,8	-6,8	-6,1	-4,5	-3,0
Češka	-5,8	-5,1	-3,6	-4,0	-2,8
Slovačka	-5,4	-5,4	-2,0	-5,9	-4,2
Slovenija	-7,7	-4,8	-3,7	-4,8	-3,0
SE	-6,7	-3,7	-3,9	-5,0	-3,9
Rumunjska	-9,2	-7,1	-6,2	-4,8	-4,5
Bugarska	-3,8	-3,9	-2,8	-4,5	-4,0
Hrvatska	-7,3	-2,8	0,4	-2,0	-2,4
Srbija	-8,3	-4,5	-3,4	-4,0	-3,5
BiH	-5,2	-0,3	0,9	0,4	0,4
Albanija	-6,7	-4,6	-3,7	-2,2	-2,0
JIE	-7,8	-5,3	-4,1	-4,0	-3,7
Rusija	-3,8	-1,0	-2,3	-2,0	-1,4
Ukrajina	-5,3	-3,4	-16,3	-15,1	n.v.
Bjelorusija	-1,4	0,5	-0,8	-1,2	n.v.
IE	-3,9	-1,2	-3,2	-2,9	n.v.
Austrija	-8,0	-5,9	-3,0	-2,5	-2,0
Njemačka	-4,3	-3,7	-2,6	-2,5	-1,7
Europodr.	-7,0	-5,1	-3,5	-3,7	-3,3
SAD	-14,9	-12,3	-5,5	-5,4	-5,4

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
Poljska	57,2	53,6	49,1	50,5	51,1
Mađarska	79,6	76,8	72,3	68,1	66,7
Češka	37,7	42,0	44,1	45,8	46,5
Slovačka	58,9	62,2	58,3	55,5	55,8
Slovenija	79,8	74,7	70,4	68,2	67,0
SE	57,3	56,1	53,0	53,2	53,6
Rumunjska	46,9	48,6	47,3	47,9	48,3
Bugarska	24,5	23,9	22,9	25,3	27,6
Hrvatska	87,0	78,4	68,4	66,4	65,5
Srbija	58,4	56,4	56,1	55,6	55,7
BiH	36,1	34,0	30,0	29,2	28,5
Albanija	74,3	74,3	64,6	62,0	60,1
JIE	49,7	49,2	46,5	46,8	47,2
Rusija	17,6	15,5	n.v.	n.v.	n.v.
Ukrajina	60,4	49,0	78,4	88,3	n.v.
Bjelorusija	38,6	33,0	37,1	33,1	n.v.
IE	22,3	19,3	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	82,9	82,3	78,5	82,4	74,0
Njemačka	68,7	69,3	66,3	66,6	65,7
Europodr.	97,0	95,4	91,9	90,7	89,9
SAD	131,8	127,1	123,5	121,7	123,2

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
Poljska	58,1	55,9	n.v.	n.v.	n.v.
Mađarska	79,8	82,4	79,4	72,0	67,4
Češka	76,2	76,1	66,4	59,0	n.v.
Slovačka	118,7	115,6	108,5	101,7	98,4
Slovenija	102,7	94,2	84,2	79,0	75,5
SE	72,4	70,9	n.v.	n.v.	n.v.
Rumunjska	57,5	56,6	50,6	49,9	49,0
Bugarska	63,4	58,1	52,5	51,6	52,1
Hrvatska	81,8	81,1	73,5	80,5	76,9
Srbija	68,4	75,4	70,5	65,9	63,0
BiH	64,4	60,5	53,6	51,2	50,8
Albanija	64,2	64,3	54,6	49,5	48,0
JIE	62,7	62,0	55,9	54,1	53,1
Rusija	31,6	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Ukrajina	80,3	65,0	82,1	88,6	n.v.
Bjelorusija	68,8	62,1	54,5	57,2	n.v.
IE	37,4	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Europodr.	135,6	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjeak)

	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
Poljska	4,44	4,56	4,70	4,68	4,63
Mađarska	351,21	358,52	391,06	382,00	380,00
Češka	26,46	25,64	24,56	23,99	24,39
Slovačka	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Slovenija	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
SE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Rumunjska	4,84	4,92	4,93	4,94	4,99
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
Hrvatska	7,54	7,53	7,54	1,00	1,00
Srbija	117,58	117,60	117,50	117,33	117,50
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	123,77	122,67	118,92	113,30	111,80
JIE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Rusija	82,67	87,19	72,26	n.v.	n.v.
Ukrajina	30,77	32,30	34,04	44,63	48,08
Bjelorusija	2,79	3,02	2,76	3,12	3,52
IE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Europodr.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
SAD	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Rejting*

	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	A-	A2	A-
Mađarska	BBB-	Baa2	BBB
Česka	AA-	Aa3	AA-
Slovačka	A+	A2	A
Slovenija	AA-	A3	A
SE			
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Bugarska	BBB	Baa1	BBB
Hrvatska	BBB+	Baa2	BBB+
Srbija	BB+	Ba2	BB+
BiH	B	B3	NR
Albanija	B+	B1	NR
JIE			
Rusija	NR	NR	NR
Ukrajina	CCC	Ca	CC
Bjelorusija	SD	Ca	RD
IE			
Austrija	AA+	Aa1	AA+
Njemačka	AAA	Aaa	AAA
Europodručje			
SAD	AA+	Aaa	AAA

Rast unatoč svemu

Široko rasprostranjeni rast, predvođen prvenstveno uslugama obilježio je početak 2023. godine, dok **podaci za drugo tromjesečje tek sramežljivo i nesigurno ukazuju na mogući blagi oporavak industrije**. Navedeno je tim neizvjesnije jer svi vodeći indikatori raspoloženja u državama euro područja sugeriraju na kontrakciju industrijskog sektora. Ipak, gospodarstvo se i u proteklom razdoblju pokazalo otpornijim dominantno zahvaljujući uslužnom sektoru koji uz snažno tržište rada osigurava solidne stope rasta. Uz to, još uvijek smatramo da su ključna sastavnica budućih kretanja investicije financirane sredstvima iz različitih europskih fondova. **Provedbu NGEU obrađujemo u posebnoj temi ovih RBAnaliza**. S druge strane, kako **inflacijska očekivanja opadaju**, a realni rast plaća postaje sve primjetniji, suprotno prvotnim očekivanjima, nešto snažniji doprinos osobne potrošnje ovogodišnjoj izvedbi BDP-a je izgledan. Naravno, ne treba zanemariti utjecaj turizma na izvoz usluga, raspoloživi dohodak kućanstava te punjenje državnog proračuna koji se već tradicionalno oslanja na oporezivanje potrošnje. Naravno, dugoročna održivost modela, u kojem raste ionako visoka ovisnost o turizmu, predstavlja popriličan rizik.

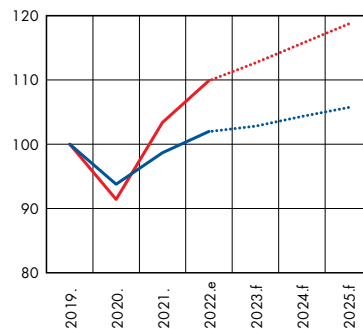
S druge strane, **fiskalna metrika** ostaje povoljna s manjkom državne blagajne ispod 3 posto BDP-a te opadajućom dinamikom omjera javnog duga i BDP-a. Do kraja godine jedinice lokalne uprave će predložiti izmjene poreznih stopa na dohodak kao odgovor na ukidanje prireza poreza na dohodak. Naime, posljednjim poreznim izmjenama pogođeni su proračuni lokalnih jedinica osobito velikih gradova. I dok su posljednjih godina izmjene na strani prihoda kroz promjene oporezivanja vrlo česte, **strukturne promjene na strani rashoda uglavnom izostaju**. Štoviše, sve su jači pritisci u smjeru povećanja plaća zbog povećanja troškova života.

Normalizacija globalnih lanaca opskrbe, pad cijena energije i učinak baznog razdoblja zrcale se i u **stopama inflacije koje polagano**, u skladu s očekivanjima, **opadaju**. Već na početku drugog tromjesečja godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj je ušla u jednoznačenasto područje s daljnjom tendencijom laganog pada. Potrošačke cijene međutim i dalje ostaju povišene sve više podržane ne samo cijenama hrane nego i potražnjom u segmentu usluga. Tvrdoglavo ustrajna temeljna inflacija, koja isključuje kolebljive cijene energije i hrane, glavni je razlog daljnjeg stezanja monetarne politike Europske središnje banke. Središnja banka je od srpnja prošle godine do lipnja 2023. povećala referentne kamatne stope za 400 baznih bodova, što je **najsnažniji ciklus povećanja ključnih stopa u povijesti europodručja**. Sasvim je izgledno još jedno povećanje od 25 baznih bodova u srpnju nakon čaga će kamatne stope ostati povišene barem do sredine 2024. Transmisija monetarne politike odnosno prijenos viših kamatnih stopa središnje banke na troškove zaduživanja u Hrvatskoj se događa još uvijek manjim intenzitetom nego u drugim državama euro područja. Pritom je prijenos izraženiji kod sektora države i poduzeća, a manji kod stanovništva. Međutim, nastavak rasta kamatnih stopa sasvim je izvjestan nadolazećih tromjesečja.

Izvedba dioničkih indeksa u prvom ovogodišnjem polugodištu bila je vrlo dobra. Većina indeksa bilježi rast vrijednosti, dok su poneki dosegili i nove rekordne razine. Smatramo da bi i u ostatku godine okruženje trebalo podržavati rast dioničkih indeksa jer su negativni učinci restriktivne monetarne politike već uračunate u cijene. Međutim, sasvim su izgledne povremene korekcije i volatilnost na tržištima.

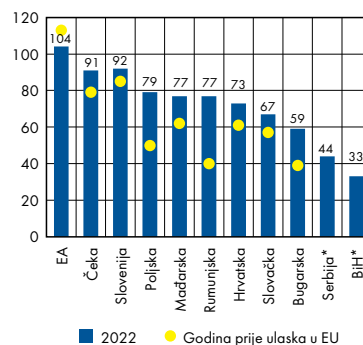
Zrinka Živković Matijević

Realni BDP (2019. = 100)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

BDP po glavi stanovnika* u odnosu na prosjek EU



* prema paritetu kupovne moći

Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Kamatne stope, kraj razdoblja, %

	IV. 23.	VI. 24.	IV. 24.
Glavna operacije ref.*	4,25	4,00	3,75
Depozitna stopa*	3,75	3,50	3,25
Euribor 3m	3,85	3,6	3,4
Euribor 6m	3,90	3,6	3,4
Euribor 12m	3,90	3,5	3,3

* kod Europske središnje banke

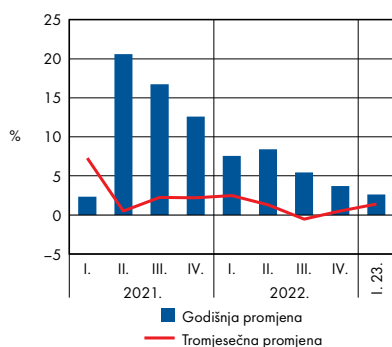
Izvori: ESB, RBL/Raiffeisen istraživanja



Široko rasprostranjen rast se nastavlja, ali rizici ostaju

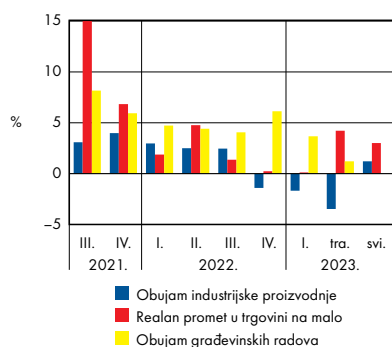
- **Snažno tržište rada: pad nezaposlenosti, rast zaposlenosti i realnih plaća**
- **Industrija u recesiji, usluge i dalje rastu**

BDP, realna promjena

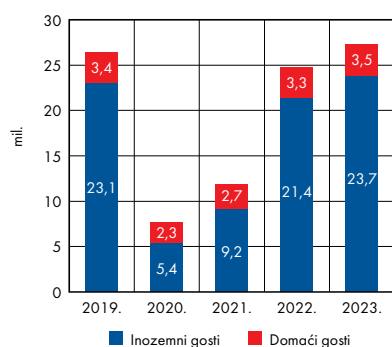


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Visokofrekventni pokazatelji*, godišnje promjene

*kalendarski prilagođene stope
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Ukupna noćenja turista u prvih šest mjeseci



Izvori: HTZ, Raiffeisen istraživanja

Unatoč visokoj neizvjesnosti, razmjerno snažnim inflatornim pritiscima i umjerno nepovoljnim očekivanjima **hrvatsko gospodarstvo je na samom početku 2023. zabilježilo solidnu tromjesečnu (+1.4%) i godišnju realnu stopu rasta (+2.8%) BDP-a.** Rast je bio široko rasprostranjen s najvećim pojedinačnim doprinosom izvoza, osobito usluga. Navedeno je povezano s nastavkom rasta dolazaka i noćenja stranih turista, a potvrđeno je i dvoznamenkastim godišnjim povećanjem prihoda na osnovu putovanja u platnoj bilanci (+38.3%). Izvoz roba je usporio, dijelom pod utjecajem učinka baznog razdoblja, ali vjerojatno i uslijed smanjene potražnje glavnih vanjskotrgovinskih partnera.

Snažno tržište rada, koje karakterizira rast zaposlenosti, pad nezaposlenosti te ponovni rast realnih plaća, i naznake slabljenja inflatornih pritisaka, naposljetku su rezultirali blagim **poboljšanjem potrošačkog optimizma** te nastavkom rasta osobne potrošnje po sličnoj godišnjoj stopi (+0.9%) kao i na kraju prošle godine. Zaposlenost je rasla i na tromjesečnoj (0,7%) i na godišnjoj razini (2,4%) dok su se rastu realnih bruto plaća, već krajem ožujka pridružile i neto isplaćene plaće.

Rast investicija je usporio na realnih 3,9%, vjerojatno kao posljedica usporavanja privatnih ulaganja u uvjetima visoke neizvjesnosti i izglednog rasta troškova financiranja. Međutim, izgradnja zgrada i javne investicije, uvelike poduprte europskim sredstvima, vjerojatno su ublažili zamjetnije usporavanje ove sastavnice BDP-a. Promatrano po djelatnostima, u skladu s visokofrekventnim pokazateljima, **industrija je i drugo tromjesečje zabilježila realni pad bruto dodane vrijednosti** potvrđujući i prema ovom pokazatelju da se industrija nalazi **u fazi recesije**. Međutim, nakon godišnjeg pada obujma industrijske proizvodnje u razdoblju od studenog 2022. do travnja 2023. u svibnju ove godine je nakon šest mjeseci zabilježena pozitivna promjena. Za konačnu potvrdu početka oporavka potrebno je ipak pričekati naredne mjeseci. Čak i u slučaju nastavka rasta tijekom lipnja, doprinos industrije u bruto dodanoj vrijednosti u rezultatima drugog tromjesečja vjerojatno će biti negativan. **Trgovina na malo** nakon skromnog rasta u prvom tromjesečju zabilježiti će dinamiziranje rasta u drugom tromjesečju budući da očekujemo pozitivan utjecaj solidne turističke predsezona. Ostajemo također pri našim **razmjerno optimističnim projekcijama ovogodišnje glavne turističke sezone** (+4% u ukupnim noćenjima za cijelu 2023.). Uz to, snažno tržište rada na kojem je sve izraženiji realan rast plaća, polagano slabljenje inflacije te smanjenje njene percepcije podržavat će daljnji rast osobne potrošnje. Značaj usluga će i dalje rasti osiguravajući razmjerno visoke stope rasta ekonomske aktivnosti, osobito uspoređujući Hrvatsku s drugim državama Europske unije.

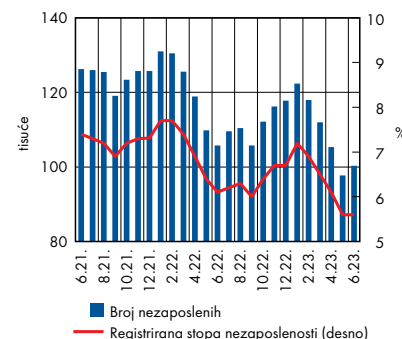
Tijekom 2023. ali i u narednoj 2024. **izgledan je rast investicija** koje se oslanjaju na europska sredstva koja su u manjoj mjeri osjetljive na okruženje neizvjesnosti. Naravno, sposobnost uspješnog povlačenja i korištenja sredstava ostaje rizik i u kratkoročnim i srednjoročnim projekcijama. Nakon razmjerno snažnog rasta u segmentu stanogradnje, očekujemo usporavanje prema kraju godine, a osobito u 2024.

Valja istaknuti da se stezanje monetarne politike kroz podizanje ključnih kamatnih stopa još uvijek razmjerno sporo prelijeva na hrvatsko financijsko tržište zbog izrazito visoke likvidnosti i visoko konkurentnog bankarskog tržišta. Međutim, prelijevanje i rast troškova (re)financiranja za sve sektore će se dogoditi s određenim odmakom što može nepovoljno utjecati na osobnu potrošnju i investicije. Navedeno, uz ostale **rizike vanjskog okruženja** poput cijena na svjetskim robnim tržištima (nafta, energije, plina i poljoprivrednih sirovina) i/ili neostvarenja umjerenog, ali ipak pozitivnog rasta ekonomske aktivnosti kod hrvatskih najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera, može rezultirati nižim rastom u 2024. Konvergencija odnosno rast cijena u ugostiteljstvu i uslugama smještaja, za koju očekujemo da će se nastaviti tijekom 2023., uz potencijalni pad realnih dohodaka u državama koje su Hrvatskoj najvažnija emitivna tržišta (euro područje) mogli bi predstavljati popriličan izazov u narednoj 2024. godini. Stoga, iako razmjerno skromna, projekcija rasta noćenja za 2024. (+2,7%) izložena je rizicima da ostvarenje bude manje što bi u slučaju primjetnijeg podbačaja nepovoljno utjecalo i na osobnu potrošnju čak i unatoč razmjerno povoljnim očekivanjima o kretanju na tržištu rada.

Naposlijetku, unatoč korekciji na **tržištima stambenih nekretnina** u državama članicama euro područja u posljednjem tromjesečju 2022. i prvom tromjesečju 2023. Hrvatska i na samom početku 2023. bilježi nastavak rasta cijena po dvoznamenastim stopama. Nakon prosječnog rasta stambenih nekretnina od 14,8% u 2022., u prvom tromjesečju prosječne cijene porasle su 2% u odnosu na razdoblje rujna – prosinca 2022. te čak 14% u odnosu na isto tromjesečje 2022. Iako još uvijek razmjerno skromno, korekcija cijena na tržištima euro područja ipak nepovoljno utječe na ekonomsku aktivnost. Zadržavanje trenda rasta cijena stambenih nekretnina u Hrvatskoj posljedica je niza lokalnih specifičnosti: visoke ovisnosti o turizmu i jasne pozitivne korelacije povećanja broja noćenja turista i cijena stambenih nekretnina, veće atraktivnosti hrvatskog tržišta zbog ulaska u euro područje i schengenski prostor, zakonskog ograničenja rasta kamatnih stopa¹, poreznog tretmana nekretnina za najam, duboko ukorijenjene sklonosti građana za ulaganja u nekretnine kao sigurnog utočišta te vladinih subvencija stambenih kredita za mlade. Uz to, transmisija monetarne politike i utjecaj na rast kamatnih stopa u Hrvatskoj se odvija razmjerno sporo. Međutim, očekujemo da će nakon stabilizacije cijena u drugoj polovici ove godine, a u slučaju nastavka korekcije cijena u euro području te uz izgledni daljnji rast kamatnih stopa, s vremenski odmakom uslijediti određena korekcija cijena i segmentacija tržišta ovisno o kvaliteti, starosti nekretnine i lokaciji. Stoga je izuzetno važno da Hrvatska iskoristi raspoloživa sredstva dostupna u okviru europskih programa kako bi u slučaju materijalizacije svih navedenih rizika njihov negativan učinak bio što blaži. Uz to, jednako važno je efikasno implementirati sve predviđene reforme u okviru NPPO za stvaranje dugoročno održivog i otpornog gospodarstva. Navedeno je osobito važno uzimajući u obzir, još uvijek vrlo nisku stopu participacije radne snage, nepovoljne demografske i migracijske trendove te činjenicu da je ljudski kapital, njegova dostupnost i kvaliteta, jedan od glavnih izvora potencijalnog rasta.

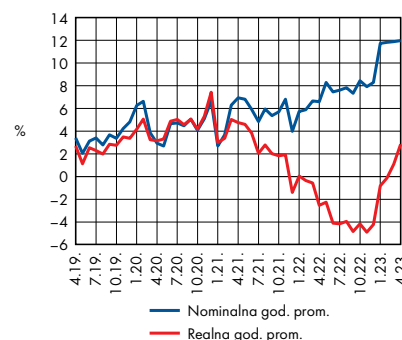
Zrinka Živković Matijević

Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



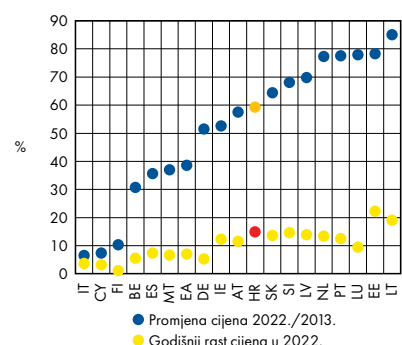
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Kretanje prosječnih neto plaća



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Promjena cijena stambenih nekretnina



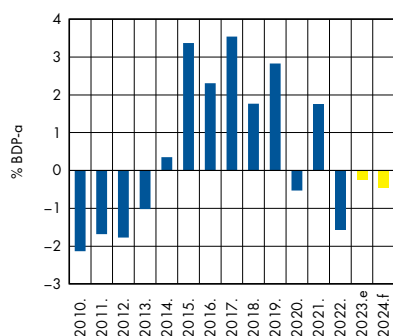
Izvori: Eurostat, HNB, Raiffeisen istraživanja

¹ Odredbama Zakona o potrošačkom kreditiranju uređuje se maksimalna dopuštena kamatna stopa na stambene kredite s ugovorenim promjenjivom kamatnom stopom

Poboljšanje na tekućem računu platne bilance u prvom tromjesečju

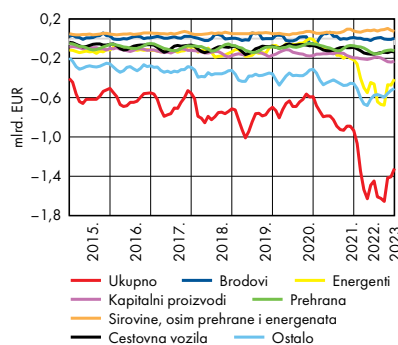
- Uobičajen manjak na računu roba
- Pozitivan doprinos s računa usluga, ali i EU transfera

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



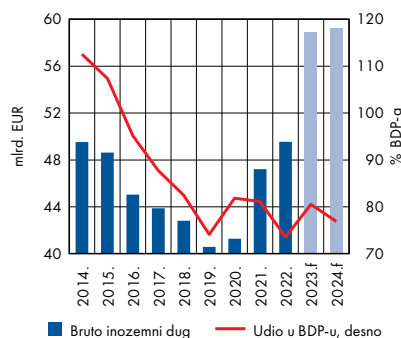
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Saldo robne razmjene *



* tročlani pomični prosjeci mjesečnih podataka
Izvori: HNB, DZS, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Na kraju prvog tromjesečja saldo na tekućem računu bilance plaćanja zabilježio je poboljšanje u odnosu na isto razdoblje 2022. Manjak na tekućem računu suzio se za 0,5 mlrd eura na 2,3 mlrd eura. Promatrajući kumulativno, u zadnja četiri tromjesečja, na kraju ožujka 2023. **manjak na tekućem računu je u relativnom izrazu iznosio 0,9% BDP-a** (u odnosu na -1,6% BDP-a na kraju 2022.). Ukupni saldo na tekućem i kapitalnom računu poboljšao se na 1,8% BDP-a (sa 1,0% na kraju 2022.). Navedena kretanja rezultat su rasta neto izvoza usluga (turizma) na što su, dvoznamenkastim stopama rasta, upućivala i kretanja fizičkih pokazatelja u turizmu u promatranom razdoblju. Istodobno je zabilježen i rast ukupnog viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija uslijed nastavka rasta isplata sredstava krajnjim korisnicima iz EU fondova. Navedeno ne iznenađuje s obzirom na to da je 2023. posljednja godina za isplate sredstava iz financijske omotnice 2014. – 2020. i sredstava iz Europskog fonda solidarnosti za sanaciju potresom pogođenih područja koja su već do sada u ovoj godini u potpunosti iskorištena. Nadalje, rast viška zabilježen je i na računu primarnog dohotka najvećim dijelom zahvaljujući rastu prihoda od doznaka osoba privremeno zaposlenih u inozemstvu. S druge strane, negativno su na rezultat na tekućem računu platne bilance utjecala kretanja na podračunu roba koji se blago produbio u odnosu na isto razdoblje 2023. Iako se pad cijena energenata na svjetskim tržištima odrazio na smanjenje neto uvoza energenata, snažan rast neto uvoza ostale robe nastavio je produbljivati manjak u robnoj razmjeni RH s inozemstvom. **Na razini cijele 2023.** očekujemo poboljšanje salda na tekućem računu bilance plaćanja iako će se on i dalje zadržavati u negativnom području. Glavni pokretač pozitivnih kretanja bit će očekivani daljnji rast prihoda od turizma i rast neto priljeva sredstava iz proračuna EU gdje očekujemo vrhunac isplata sredstava iz EU fondova. Osim toga, očekujemo značajne učinke intenziviranja korištenja sredstava iz programa Next Generation EU (NGEU). Pozitivna ostvarenja turističkih pokazatelja u prvom dijelu godine kao i turističke rezervacije za središnji dio turističke sezone podupiru naša očekivanja o još jednoj uspješnoj turističkoj sezoni. S druge strane, zaoštavanje monetarnih politika i rast troškova zaduživanja (kamata) na inozemni dug, kao i veći profiti banaka i kompanijama u stranom vlasništvu, djelovat će u suprotnom smjeru. Konačno, slabija inozemna potražnja uslijed očekivanog zamjetnijeg gospodarskog usporavanja u zemljama važnim trgovinskim partnerima i dalje će nepovoljno utjecati na podračunu roba.

Na kraju prvog tromjesečja **bruto inozemni dug iznosio je 58,1 mlrd. eura ili 83,9% BDP-a**. Povećanje za 8,6 mlrd. eura u odnosu na kraj prosinca 2022. rezultat je poglavito rasta duga središnje banke zbog primjena pravila o knjiženju gotovine eura u bilanci nacionalnih središnjih banaka Eurosustava. Međutim, prema navodima iz središnje banke, učinak primjene navedenih pravila na inozemnu poziciju HNB-a je u stvari neutralan. Isključiti li se središnja banka, bruto inozemni dug RH do kraja ožujka 2023. primjetno se smanjio u odnosu na prosinac 2022. U ovoj godini na pokazatelje zaduženosti u Hrvatskoj odrazit će se i pogoršanje investicijske klime, zaoštavanje uvjeta financiranja kroz rast troškova kamata na inozemni dug kao i ekonomski trendovi na najvažnijim emitivnim tržištima.

Elizabeta Sabolek Resanović

Blaži, ali ustrajni inflatorni pritisci

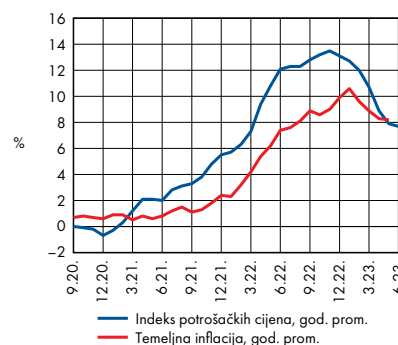
- Pad cijena energije, snažan rast cijena hrane
- Ustrajno visoka temeljna inflacija

Trend smanjivanja godišnje stope inflacije te pad percepcije inflacije i inflacijskih očekivanja nastavio se i tijekom drugog ovogodišnjeg tromjesečja. Još u travnju svi pokazatelji kretanja cijena¹ ušli su u područje jednoznačenastih vrijednosti s daljnjom tendencijom smanjivanja. **Prosječna godišnja stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena u prvoj polovici godine iznosila je 10%**, pri čemu je najveći doprinos od preko 40% ili 4,3 postotna boda došao od rasta cijena hrane. Hrana koja čini značajan udio u potrošačkoj košarici (oko 25%) bilježi dvoznamenkaste stope rasta kontinuirano još od veljače 2022. Tijekom prvih šest mjeseci jačao je utjecaj rasta cijena usluga koje su pod utjecajem povišenih i rastućih (ulaznih) troškova, ali i pojačane potražnje. Promatra li se harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC) on je u razdoblju od siječnja do lipnja također iznosio 10%. Međutim, tijekom svibnja i lipnja godišnja promjena HIPC je nešto viša od CPI i to se može očekivati tijekom ljetnih mjeseci jer ovaj usporedivi pokazatelj za razliku od lokalne mjere potrošačkih cijena (CPI) uvažava i potrošnju stranih gostiju. Naime, udio ugostiteljskih usluga, a osobito usluga smještaja veći je kod HIPC u usporedbi s indeksom potrošačkih cijena. Cijene usluga, mjerene HIPC-om, u prvih šest mjeseci bile su više za 10,8% u odnosu na isto razdoblje 2022. Nastavak sličnih dvoznamenkastih stopa rasta cijena usluga ne isključujemo također tijekom srpnja i kolovoza. S druge strane, na usporavanje rasta opće razine cijena djeluje učinak baznog razdoblja i sve manji, ili čak negativan doprinos cijena energije.

Posljedica je to kretanja na svjetskim robnim tržištima gdje su se cijene energenata počele smanjivati sredinom prošle godine čime se postupno smanjuje pritisak na rast i proizvođačkih i potrošačkih cijena. Cijene sirove nafte na kraju lipnja spustile su se na oko 70 dolara po barelu, a cijene plina na oko 30 EUR/MWh što su kod obje kategorije razine zabilježene prije ruske invazije na Ukrajinu. Istovremeno cijene električne energije su za oko 60% niže u odnosu na navedeno razdoblje. S druge strane cijene ostalih sirovina ostaju povišene s nešto izraženijom kolebljivošću prehrambenih sirovina zbog vremenskih (ne)prilika i neizvjesnosti.

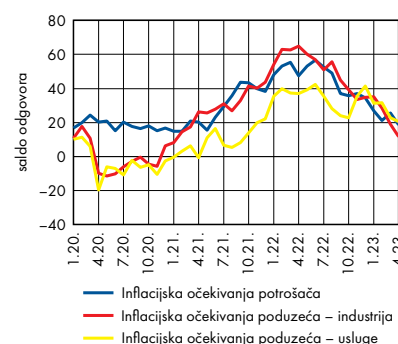
Potrošačke cijene međutim i dalje ostaju povišene sve više podržane ne samo cijenama hrane nego i potražnjom u segmentu usluga. Učinak smanjenih cijena energije tek će se postupno i vjerojatno ne u potpunosti prelići na krajnje potrošače. Predmnijevamo da je dio poduzeća vjerojatno vezan fiksnim cijenama ugovorenim u prethodnom razdoblju, a dio bi mogao ostvarene uštede preusmjeriti na povećanje dobiti i/ili rast plaća koje su pod snažnim pritiskom ne samo u javnom već i u privatnom sektoru. **Snažan nominalni rast plaća, koji već premašuje stopu inflaciju** uz solidnu turističku sezonu pojačava potražnju i podržava daljnje jačanje osobito cijena usluga otvarajući rizike spirale rasta cijena uslijed rasta cijena plaća. On je do sada bio razmjerno nizak, ali ostaje činjenica da bi u uvjetima snažnog tržišta rada očekivani rast realnih plaća mogao podržavati ili podizati potražnju te time poticati daljnji rast cijena određenih proizvoda, a oso-

Inflacija, godišnja promjena*



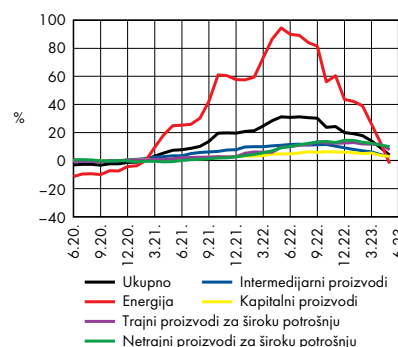
*indeks potrošačkih cijena
Izvori: DZS, HNB, Raiffeisen istraživanja

Kratkoročna inflacijska očekivanja potrošača i poduzeća



Izvor: HNB

Proizvođačke cijene*, godišnja promjena



*na domaćem tržištu
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

1 PPI, CPI i HIPC

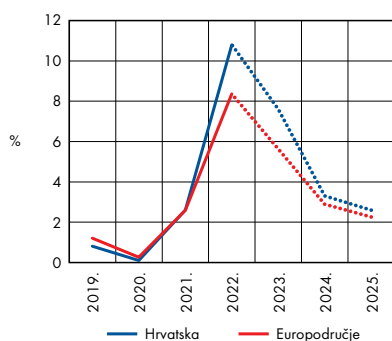
Procjena razine usklađenosti cijena u 2022. (EU = 100)

	Opća razina cijena	Hrana i bezalkoholna pića	Restorani i hoteli	Energija
Austrija	110,2	106,4	117,1	107,1
Njemačka	107,3	105,2	104,1	118,1
euro područje	105,1	103,5	101,6	108,5
Slovačka	92,1	101,2	95,0	69,4
Slovenija	88,1	100,7	88,4	80,8
Češka	83,2	93,8	75,2	85,8
Hrvatska	72,4	101,0	85,6	53,5
Mađarska	72,1	97,5	67,2	41,7
Poljska	62,2	74,4	83,9	66,8

* EU=100

Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja inflacije



Izvori: RBI/Raiffeisen istraživanja

Prognoze cijena sirove nafte (Brent, USD/bbl), pr.

Godina	1. tr.	2. tr.	3. tr.	4. tr.	Godišnji prosjek
2023.	81,4	80,0	90,0	90,0	85,4
2024.	80,0	85,0	90,0	85,0	85,0
2025.	75,0	75,0	75,0	75,0	75,0

Izvori: Refinitiv, RBI/Raiffeisen RESEARCH

bito usluga pa bi se inflacija u takvom makroekonomskom okruženju mogla pokazati tvrdokornijom i ustrajnijom.

To odražava i **temeljna godišnja stopa inflacije** potrošačkih cijena, koja isključuje promjenu cijena energije, hrane, pića i duhana. Ona je u prvih pet mjeseci 2023. iznosila u prosjeku 9,1%. Iako je svoju najvišu vrijednost dosegla u siječnju (10,3%), stopa temeljene inflacije u svibnju (a najvjerojatnije i u lipnju) premašila je osnovnu stopu rasta potrošačkih cijena.

Smatramo da se konvergencija cijena hrane prema europskom prosjeku već dogodila, ali za rast cijena usluga još uvijek ima prostora. Cijene energije u Hrvatskoj daleko su ispod prosjeka Europske unije. Štoviše uz Mađarsku, one su u usporedbi s ostalim europskim državama najmanje usklađene te se nalaze na razini 54% prosjeka EU. Ipak, kako su iste administrativno određene one tek u manjoj mjeri ovise o tržišnim kretanjima, a većim dijelom o (političkim) odlukama kreatora ekonomske politike. Naravno već u srednjem roku i u ovom segmentu moguće je očekivati ulazne pritiske.

U nastavku godine inflatorni pritisci će polagano slabiti pa će prosječna stopa inflacije prema kraju godine iznositi oko 4% razine oko koje će se zadržavati i tijekom prvog tromjesečja 2024. **U prosjeku indeks potrošačkih cijena u 2023. trebao bi usporiti na 7,5% dominantno pod utjecajem učinka baznog razdoblja i pada cijena energije.** Rast cijena hrane prema kraju godine trebao bi također usporavati, ali na razini cijele godine, pod utjecajem izrazito povišenih stopa u razdoblju od siječnja do lipnja (potencijalno i do rujna), one će i drugu godinu za redom imati dvoznamenkasti rast te tako ponovno imati najveći doprinos ukupnom indeksu potrošačkih cijena. Administrativno ograničenje na cijene pojedinih prehrambenih proizvoda prema odluci Vlade zadržat će se do 1. travnja 2024. Cijene usluga bit će jedna od ključnih odrednica utjecaja na temeljnu stopu inflacije koja će prema našim projekcijama za razliku od osnovne stope zabilježiti blago ubrzanje.

U trenutnim projekcijama ciljana razina od 2% neće se dosegnuti ni tijekom 2024. kad bi rast cijena trebao usporiti dodatno, ali će se zbog usklađivanja niza administrativnih cijena, konvergencije i nastavka rasta zadržavati iznad 3 posto.

Prognoza rasta potrošačkih cijena je izložena negativnim rizicima prvenstveno ovisnim o zadržavanju cijena energije na trenutnim razinama koje su niže od početka rata u Ukrajini. Od lokalnih specifičnosti zamjetno je da se transmisija monetarne politike, prijenos viših kamatnih stopa središnje banke na troškove zaduživanja u Hrvatskoj događa još uvijek manjim intenzitetom nego u drugim državama euro područja. Navedeno dijelom valja pripisati porasloj (ionako visokoj) likvidnosti zbog ulaska u euro područje te zakonskim ograničenjima rasta kamata na stambene i potrošačke kredite. Dizanjem kamatnih stopa središnja banka nastoji djelovati na potražnju i njen utjecaj na inflaciju. Navedeno će ipak s određenim odmakom biti sve izraženije i na hrvatskom tržištu te time negativno utjecati na potražnju te naposljetku na stopu inflacije. Do tada poticaj inflaciji dolazit će od snažne potražnje uslijed robusnog tržišta rada te povoljnih uvjeta financiranja.

Zrinka Živković Matijević

Približavanje kraja ciklusa podizanja referentnih kamatnih stopa

- Postepeno normaliziranje bilance središnje banke europa područja
- Nastavak zaoštavanja monetarne politike u SAD-u?

Na posljednjem sastanku u Frankfurtu u lipnju, **Europska središnja banka** nastavila je povećavati referentne kamatne stope za 25 baznih bodova. Time je kamatna stopa na prekonoćni depozit dosegla 3,50%, kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja 3,75%, a kamatna stopa na prekonoćni kredit 4,00%. ESB je od srpnja prošle godine do lipnja 2023. povećala referentne kamatne stope za 400 baznih bodova, što je **najsnažniji ciklus povećanja ključnih stopa u povijesti europa područja**. Trenutačno središnja banka pruža vrlo malo smjernica za daljnji put monetarne politike. Pristup je vođen podacima koji se temelje na procjeni inflacijskih izgleda, dinamike temeljne inflacije i snage transmisije monetarne politike. Ipak, retorika predsjednice C. Lagarde na posljednjem sastanku doživljena je izrazito oštro. Ključna poruka bila je ako se makroekonomski izgledi bitno ne promijene, ESB nastavlja stezati monetarnu politiku. Sljedeći sastanak Upravnog vijeća na rasporedu je **27. srpnja**, a **projiciramo još jedno povećanje referentnih kamatnih stopa za 25bp** te bi posljedično ciklus povećanja kamatnih stopa od strane središnje banke monetarne uni- je trebao završiti. **Spuštanje kamatnih stopa** s terminalne razine **ne očekujemo prije drugog tromjesečja 2024.** Ipak, postavlja se pitanje što bi središnju banku spriječilo u podizanju kamatnih stopa u rujnu. Izgleda da će tada nove prognoze biti odlučujuće – hoće li inflacija za nositelje monetarne politike i dalje nastaviti biti predugo pretjerano visoka? S naše točke gledišta, bit će to vjerojatno žestoka rasprava unutar Upravnog vijeća. Pogled na ažurirane ekonomske projekcije ESB-a pokazuje da procjena kretanja inflacije ostaje iza- zov. Iako se očekuje nastavak dezinflacije, taj proces će trajati, a ESB ne očekuje spuštanje inflacije na ciljanu razinu od 2% prije 2025. godine. Istovremeno je i očekivana temeljna inflacija revidirana na više, što dobro odražava otporno tržište rada i povezan pritisak na rast nominalnih plaća. Dok navedeno podrža- va oštriju retoriku članka središnje banke, već akumulirana razina zaoštavanja monetarne politike i posljedični učinci transmisije pozivaju na oprez. Informacije iz kreditnog sektora (razina kamatnih stopa, uvjeti kreditiranja i obujam kredita) pokazuju jasan učinak monetarnog stezanja koji dolazi do izražaja s određenim odmakom na gospodarstvo i inflaciju. Stoga bi Upravno vijeće uskoro moglo za- uzeti stav "čekaj i vidi" s obzirom na opseg pooštavanja.

U tom kontekstu treba uzeti u obzir i utjecaj pojedinih mjera na **postepeno sma- njivanje bilance ESB-a**. Naime, blago zaoštavanje monetarne politike provodi se i putem kvantitativnog stezanja, poglavito putem izmjena u ciljanim operaci- jama dugoročnijeg financiranja (engl. *Targeted longer-term refinancing operati- ons*, TLTROs) i u programu otkupa vrijednosnih papira (engl. *Asset purchase pro- gramme*, APP). Navedeni portfelj programa kupnje vrijednosnih papira smanjivao se umjerenom i predvidljivom dinamikom, odnosno Eurosustav nije reinvestirao u cijelosti glavnice dospjelih vrijednosnih papira. Prosječno mjesečno smanjenje u iznosu od 15 mlrd. eura provodilo se do kraja lipnja 2023. Upravno vijeće od srp- nja 2023. više ne provodi reinvestiranje u sklopu APP-a, što znači da se portfelj od početka druge polovice godine smanjuje mjesečno u prosjeku za 25 mlrd. eura. Daljnje promjene u politici postojećih programa nisu obznanjene, odnosno vri-

ESB: ekonomske prognoze

	BDP, realni rast, % prognoze iz		Inflacija, % prognoze iz	
	3.23.	12.22.	3.23.	12.22.
2023.	0,9	1,0	5,4 (5,1)	5,3 (4,6)
2024.	1,5	1,6	3,0 (3,0)	2,9 (2,5)
2025.	1,6	1,6	2,2 (2,3)	2,1 (2,2)

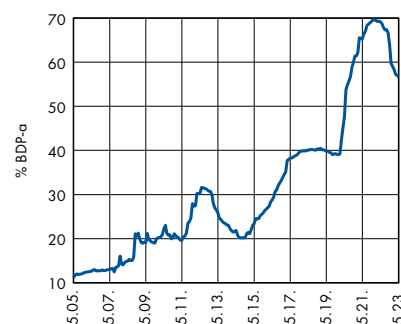
* u zagradama je temeljna inflacija
Izvori: ESB, RBI/Raiffeisen istraživanja

Projekcije kamatnih stopa i prinosa u europa području

	ruj. 23.	pro. 23.	ožu. 24.	lip. 24.
ESB ref. stopa	4,25	4,25	4,25	4,00
Depozitna stopa	3,75	3,75	3,75	3,50
Euribor 3mj.	3,85	3,85	3,70	3,55
Njem. 2-god. prinos	2,90	2,80	2,70	2,55
Njem. 10-god. prinos	2,35	2,30	2,25	2,20

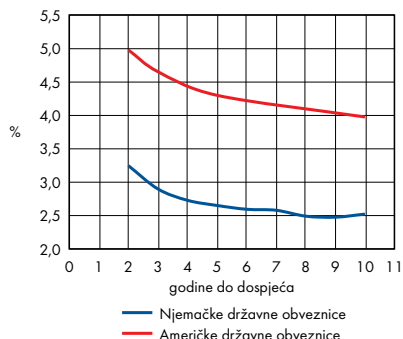
Izvori: RBI/Raiffeisen RESEARCH

Bilanca ESB-a



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Krivulja prinosa referentnih obveznica



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

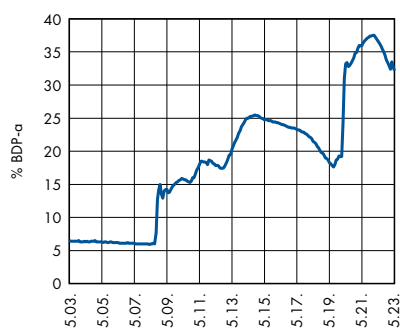
FOMC – ekonomske prognoze

	2023.	2024.	2025.	dugo-ročno
BDP	▲ 1,00	▼ 1,10	▼ 1,80	— 1,80
prethodno	0,40	1,20	1,90	1,80
Stopa nezaposlenosti	▼ 4,10	▼ 4,50	▼ 4,50	— 4,00
prethodno	4,50	4,60	4,60	4,00
Inflacija	▼ 3,20	— 2,50	— 2,10	— 2,00
prethodno	3,30	2,50	2,10	2,00
Temeljna inflacija	▲ 3,90	— 2,60	▲ 2,20	—
prethodno	3,60	2,60	2,10	—
Referentni kamatnjak	▲ 5,60	▲ 4,60	▲ 3,40	— 2,50
prethodno	5,10	4,30	3,10	2,50

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

Izvor: FED, Refinitiv, RBI/Raiffeisen istraživanja

Bilanca Feda



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

jednosni papiri dospjeli u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (engl. *Pandemic emergency purchase programme*, PEPP) trebali bi se, prema retorici ESB-a, nastaviti reinvestirati do kraja 2024. Snažan zaokret u monetarnoj politici zasad je prošao bez ozbiljnijih posljedica na financijskim tržištima, odnosno bez većih problema u transmisiji monetarne politike. Navedeno je omogućilo ESB-u da ne posegne za implementacijom kontroverznog transmissijskog instrumenta zaštite (engl. *Transmission protection instrument*, TPI). S druge strane, financijska tržišta karakterizirala je pojačana kolebljivost, što nije čudno s obzirom na dinamično ekonomsko okruženje. Nakon posljednjeg sastanka ESB-a, ponavljanje čelnika vodećih središnjih banaka o ustrajnosti inflatornih pritisaka i nužnosti restriktivne monetarne politike za uspostavljanje stabilnosti cijena izazvalo je **produbljivanje inverzije krivulje prinosa referentnih obveznica**. Pritiskom na rast prinosa na kraćem dijelu krivulje (koji su i osjetljiviji na kretanje monetarne politike), razlika između 2-godišnjeg i 10-godišnjeg izdanja njemačkog Bunda dosegla je najviše razine od ranih devedesetih godina dvadesetog stoljeća. Prinos na 10-god. Bund kretao se u promatranom razdoblju oko 2,35%.

Nakon što je povećao referentnu kamatnu stopu za 500 baznih bodova od ožujka 2022., **Fed** je odlučio na posljednjem sastanku u lipnju **zadržati raspon referentne stope na dosegnutim razinama, na 5,0 – 5,25%**. Međutim, ažurirane ekonomske projekcije signaliziraju da navedeno ne označava prestanak zaoštavanja monetarne politike, već je očekivana terminalna stopa pomaknuta na više za 50 baznih bodova. Predah na sastanku u lipnju uzet je i s obzirom na to da je sljedeći dvodnevni sastanak već **25. i 26. srpnja**, odnosno kako bi se prikupilo više podataka o trendovima u gospodarstvu. Središnja banka SAD-a sve je zabrinutija zbog postojanosti temeljnih inflatornih pritisaka, dok postoji određena nesigurnost oko politike kamatnih stopa i njezinog utjecaja na učinkovito uspostavljanje stabilnosti cijena. U nedostatku podataka koji bi upućivali na održivu dezinflaciju u gospodarstvu, Fed želi nastaviti stezati monetarnu politiku. Ipak, relativno oprezniji stav središnje banke pod utjecajem je i već dosegnute razine referentne kamatne stope i određenog vremenskog odmaka u kojem monetarna politika utječe na gospodarsku aktivnost i inflaciju. U skladu s navedenim, **očekujemo novo podizanje ključne kamatne stope za 25 baznih bodova u srpnju te terminalnu razinu na rasponu 5,25 – 5,50%**. Još jedno povećanje referentne stope za 25 baznih bodova ne može se isključiti, ali trenutačno to ne očekujemo. **Spuštanje kamatnih stopa**, prema projekcijama Raiffeisen Researcha, **nije opcija u 2023.**, osobito ako gospodarstvo SAD-a zadrži prisutnu otpornost prema kraju godine.

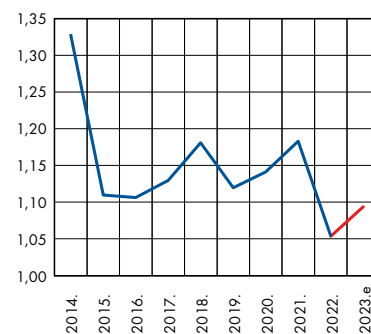
Tržišni dionici okarakterizirali su retoriku čelnika Feda kao izrazito oštru (*hawkish*). Stoga je na američkim tržištima kamatnih stopa zabilježen zamjetniji rast prinosa na kraćem kraju krivulje. U dugom roku tržišta vjeruju da će Fed obuzdati inflatorne pritiske, čak i ako će *trade-off* s gospodarskom aktivnošću podrazumijevati klizanje američkog gospodarstva u recesiju. Takvo okruženje odražava se na trenutačno duboko invertiranu krivulju prinosa američkih državnih obveznica.

Na deviznom tržištu kretanje **tečaja EUR/USD** određeno je ponajviše relativnom monetarnom politikom ESB-a i Feda. Tijekom svibnja na deviznim tržištima dominiralo je jačanje američkog dolara koji je porastao gotovo 3% u odnosu na euro. Nakon što se nije uspio na početku drugog tromjesečja održati iznad 1,10 dolara za euro, tečaj EUR/USD promijenio je smjer i kreće se između 1,07 i 1,09 dolara

za euro. Odras je to prvenstveno promjene tržišnih očekivanja o smjeru monetarne politike Feda (nastavak stezanja monetarne politike bez spuštavanja kamatnih stopa u ovoj godini). Ograničavajuće na rast tečaja djeluju i posljednji ekonomski podaci koji upozoravaju na usporavanje gospodarskih aktivnosti i slabljenje poslovnog optimizma u europodručju, što daje potporu ulozi američkog dolara kao sigurnog utočišta. Međutim, uz prisutnost pojačane volatilnosti, očekujemo kretanje tečaja EUR/USD oko 1,10 dolara za euro prema kraju godine. Potencijalni rast prema 1,15 dolara za euro možemo očekivati tek kada Fed počinje komunicirati o spuštanju referentne kamatne stope.

Franz Zobl (RBI), Petar Bejuk

EUR/USD, prosjek

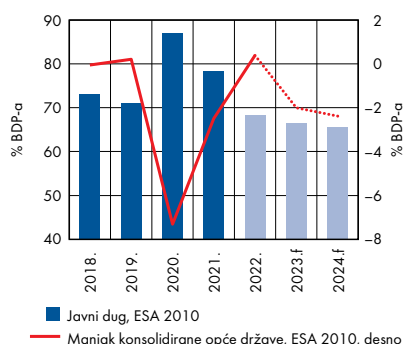


Izvori: Refinitiv, RBI/Raiffeisen istraživanja

Poboljšani fiskalni ciljevi za 2023., volatilnost na tržištima obveznica

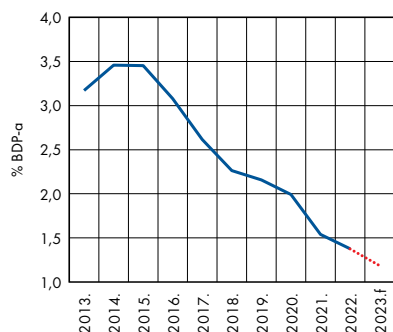
- **Stabilne javne financije uoči izborne 2024. godine**
- **Kretanje hrvatskih euroobveznica odražava članstvo u euro području**

Fiskalni pokazatelji



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

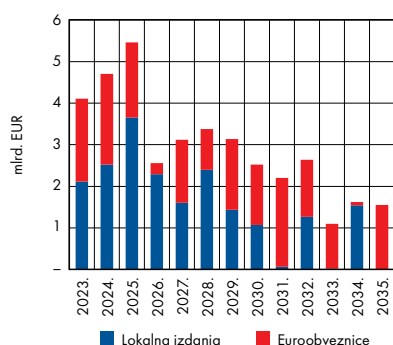
Rashodi za kamate



2022. i 2023. projekcije Vlade

Izvori: EDP izvještaj, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



*glavnica i kamate

Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Kreditni rejting Republike Hrvatske

Agencija	Trenutna ocjena	Izgledi	Kalendar ocjene kreditnog rejtinga	
S&P	BBB+	Stabilni	17.3.23.	15.9.23.
Fitch	BBB+	Stabilni	14.4.23.	6.10.23.
Moody's	Baa2	Stabilni	12.5.23.	10.11.23.

Izvori: rejting agencije, Raiffeisen istraživanja

Povoljna gospodarska kretanja u prvom dijelu godine i poboljšani ekonomski izgledi svakako pogoduju javnim financijama. Nakon iznad očekivanih rezultata u 2022. godini uz proračunski višak od 0,4% BDP-a **fiskalni ciljevi za ovu godinu revidirani su u pozitivnom smjeru**. Prema dostupnim podacima za razdoblje siječanj-svibanj 2023. ukupni prihodi državnog proračuna iznosili su 10,4 mlrd. eura i bili su 19,9% viši u odnosu na isto razdoblje 2022. godine. Najznačajnija stavka, prihodi od poreza s ukupnim iznosom od 6,1 mlrd. eura na godišnjoj su razini porasli 24%. Pri tome je zabilježen snažan rasta prihoda od poreza na dobit (+78,2%) što je rezultat naplate prihoda od poreza na ekstra profit za prošlu godinu. Podržani i nastavkom snažnih inflatornih pritisaka prihodi od PDV-a u prvih pet mjeseci 2023. dosegli su 3,4 mlrd. eura (+16,4%) godišnje. Na strani rashoda, uz godišnju stopu rasta za 15,5% ukupni rashodi iznosili su 10,2 mlrd. eura. Rashodi za plaće zaposlenima porasli su u promatranom razdoblju 10,5%, za mirovine 13% dok je najsnažniji rast rashoda zabilježen u kategoriji Pomoći (+21,5% godišnje), a posljedica je izdataka za 4. paket Vladinih mjera pomoći za ublažavanje inflatornih učinaka i porasta cijena energenata. Vrijednost navedenog paketa mjera koji je donesen u ovoj godini je 1,7 mlrd. eura odnosno oko 2,5% procijenjenog BDP-a za 2023. Upravo je to bio jedan od razloga **rebalansa proračuna za 2023. koji je, zajedno s ekonomskim projekcijama za 2024. i 2025. godinu donesen u svibnju**. Prema novom rebalansu ukupni prihodi povećavaju se za 1,7 mlrd. eura na 26,6 mlrd. eura najvećim dijelom kao rezultat većih prihoda od poreza (+999 mil. eura) dok se ukupni rashodi povećavaju na 28,1 mlrd. eura (+1,4 mlrd. eura), i zbog rasta izdataka za mirovine i plaće u državnim i javnim službama. Prema novim projekcijama, Vlada očekuje manjak konsolidirane opće države u 2023. na 0,7% BDP-a (u odnosu na -2,2% u izvornom planu). Naše projekcije blago su konzervativnije i odražavaju negativne rizike usporavanja gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj, ali i zemljama važnim trgovinskim partnerima. Očekujemo kako će u ovoj godini proračunski manjak iznositi oko 2% BDP-a. Inflacija će ostati pozitivan čimbenik u kretanju prihoda.

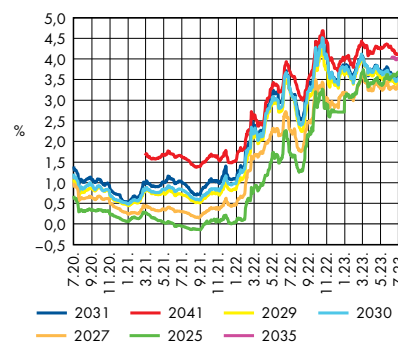
S druge strane, popustljiviji stav na rashodnoj strani uslijed **nadolazeće 2024. izborne godine i pojačanih pritisaka i zahtjeva raznih proračunskih korisnika vidimo kao značajan čimbenik rizika**. Nakon snažnog pada omjera javnog duga i BDP-a u 2022. (na 68,4%, -10pb) daljnje poboljšanje očekujemo i u ovoj godini. Ovdje valja napomenuti kako su Smjernice fiskalne politike za 2024. godinu EK iz ožujka ove godine potvrdile **ukidanje primjene opće klauzule o odstupanju od proračunskih pravila** definiranih Paktom o stabilnosti i rastu iz 2020. godine. Ova klauzula deaktivirat će se krajem 2023. jer je prema procjenama EK odnosno Vijeća EU, gospodarstvo EU izašlo iz razdoblja snažne ekonomske krize, ostvarivši razine ekonomske aktivnosti iz razdoblja prije pandemije. Naime, spomenutom klauzulom državama članicama omogućilo se pružanje fiskalnih poticaja svojim gospodarstvima u svrhu ublažavanja negativnih učinaka pandemije koronavirusa. Uz to privremeno je bilo omogućeno udaljavaње od prethodno definiranih fiskalnih ciljeva te kriterija iz Maastrichta. U srednjoročnom razdoblju, fiskalni scenarij za Hrvatsku u svim projekcijama sugerira postupno dostizanje maastrichtskog kriterija od 60% BDP-a.

Nakon najave, krajem lipnja Vlada je i službeno predstavila nove **porezne izmjene** koje bi trebale stupiti na snagu na početku sljedeće godine. Najznačajniji dio izmjena, koje za cilj imaju dodatno porezno rasterećenje građana i posljedica rast plaća, odnosi se na izmjene poreza na dohodak, odnosno ukidanje prireza porezu na dohodak. Vlada je predložila izmjene stopa poreza na dohodak kojima bi se u slučaju potrebe, nadomjestili prihodi od prireza. Kako se radi o prihodima jedinica lokalne samouprave ostaje za vidjeti odgovor lokalnih vlasti, posebice najvećih gradova gdje su i stope prireza najviše te imaju značajnu ulogu u punjenju lokalnih proračuna. Tijekom posljednjeg tromjesečja 2023. općine i gradovi dužni su donijeti i objaviti odluku o visini poreznih stopa na dohodak. Od značajnijih izmjena svakako je i povećanje iznosa osobnog odbitka za uzdržavane članove te smanjenje osnovice za mirovinsko osiguranje u 1. stupu. Kao osnovni motiv za nova porezna rasterećenja gospodarstva Vlada je navela gospodarski oporavak i rast. Ne isključujemo mogućnost da se gubitak prihoda lokalnih jedinica nadoknadi većim poreznim stopama na dohodak, osobito u velikim gradovima. Ipak navedene odluke osim u kontekstu održivosti lokalnih proračuna treba promatrati u kontekstu nadolazećih izbora.

Na karti **rejtinga**, nakon što je sredinom travnja Fitch potvrdio investicijsku razinu rejtinga Hrvatske uz ocjenu BBB+ na isti korak odlučio se i Moody's u svibnju. Nakon poboljšanja rejtinga kao odgovor na usvajanje eura, za nove pozitivne pomake potrebne su konkretnije promjene poput jačanja stabilnosti javnih financija kroz daljnju fiskalnu konsolidaciju, provedba strukturnih reformi, prelijevanje pozitivnih učinaka ulaska u europodručje (konvergencija BDP per capita), jačanje institucionalnog okvira i sl. Međutim, ukoliko se fiskalna disciplina nastavi, vidimo sve veću vjerojatnost pozitivnog kretanja rejting ocjene.

Pojačana volatilnost obilježila je kretanja na **tržištima obveznica** u euro području posljednjih mjeseci. U trenutnom (neizvjesnom) okruženju razine cijena mogu se brzo mijenjati od jednog do drugog scenarija, što zadržava volatilnost na visokoj razini. Uz rizik sve manje financijske stabilnosti dok je s druge strane izražen rizik pojačane inflacije, prinosi državnih obveznica u zadnje su vrijeme bili u porastu. To uglavnom vrijedi za kratka dospijeća dok je pritisak na rast dugoročnih prinosa ipak bio manje izražen. Zbog toga su krivulje državnih obveznica euro područja jako inverzne. Budući da je vjerojatno da će ESB odlučiti zauzeti stav u vođenju monetarne politike i kamatnih stopa "visoko za duže vrijeme" očekujemo zadržavanje inverzne krivulje prinosa još neko vrijeme. Ipak, s približavanjem terminalne stope, smatramo da su razine prinosa već dosegnule ili su blizu svojih vrhunaca. Do kraja godine očekujemo da će se prinosi trgovati na nižim razinama. Ovakva kretanja prate i **hrvatske euroobveznice** što odražava članstvo Hrvatske u euro području. Prinosi na duljem kraju krivulje (10 godina) kretali su se tijekom drugog tromjesečja uglavnom u uskom rasponu između 3,70 – 3,90% što je oko 150 bb iznad referentne krivulje prinosa. Nedavno blago horizontalno pomicanje krivulje prinosa hrvatskih euroobveznica povezano je s izdanjem 1,5 milijardi eura euroobveznica početkom lipnja (CROATI 2035), što je uslijedilo nakon jednako uspješnog prvog izdanja tzv. narodnih obveznica u prvom tromjesečju 2023. Nova i relativno mala članica euro područja tako nastavlja razvijati svoju međunarodnu krivulju prinosa denominiranih u eurima, gdje se, s jedanaest euroobveznica, prilično zatvorena krivulja sada razvila u segmentu 2024. – 2035. Prema našim očekivanjima, relativno povoljna tehnička slika zajedno sa stezanjem kamatnih stopa ESB-a koje se bliži kraju ostavlja nešto potencijala za daljnje

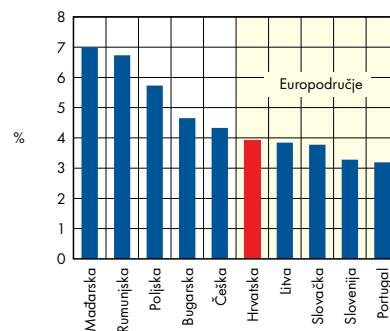
Prinosi na lokalne obveznice



* bid yield to maturity

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

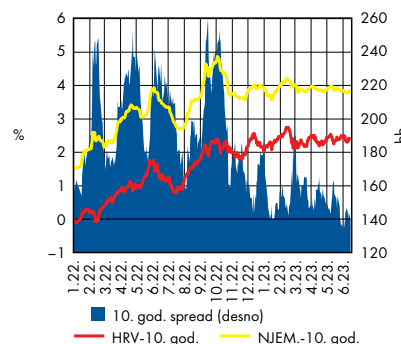
10-god. prinosi



* bid yield to maturity

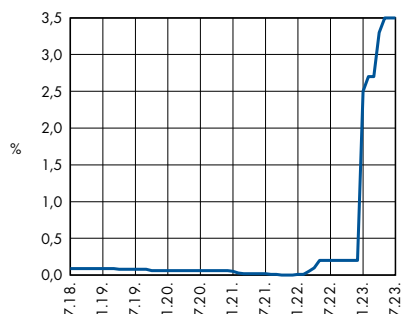
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

HR-DE 10-god. prinosi



Izvori: MinFin, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na trezorske zapise RH, 364 dana



Izvori: MinFin, Raiffeisen istraživanja

sužavanje spreadova. Lokalna izdanja nastavljaju pratiti kretanja regionalnih i globalnih izdanja obveznica koja značajnije utječu na njihove izvedbe od domaćih makroekonomskih pokazatelja i očekivanja.

Prema revidiranom **Planu financiranja** primici od izdanih vrijednosnih papira u 2023. povećani su za 384,5 mil. eura na 4,6 mlrd. eura. Nakon dosadašnjih izdanja, a uzimajući u obzir potrebe za financiranjem za ovu godinu, možemo očekivati i aktivnu jesen na tržištu kapitala u ovoj godini. Podsjetimo, u studenom dospijeva i 1,5 mlrd. eura lokalne obveznice.

E.S. Resanović

Dvije i pol godine nakon donošenja, je li NGEU na pravom putu?

Brzina i učinkovitost povlačenja raspoloživih sredstava u okviru RRF instrumenta daju mješovitu sliku. Međutim, valja naglasiti da izdašna sredstva dostupna kroz instrument NGEU nisu prilika samo za zemlje SIE, već i za mnoge strane kompanije koje posluju na tim tržištima.

NGEU kao dodatni pokretač izgleda rasta

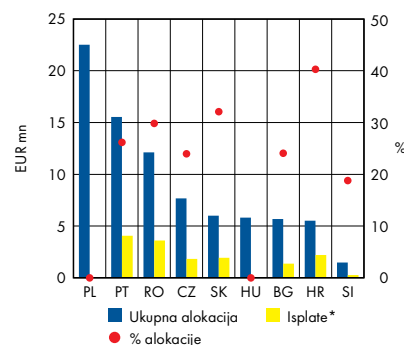
Osmišljen kao privremeni instrument financiranja Europske unije koji može mobilizirati do 723 milijarde eura (po cijenama iz 2022.) u bespovratnim sredstvima i kreditima, NGEU je kreiran kao inicijativa za poticanje dovršetka investicija i strukturnih reformi. ESB procjenjuje da bi, ako se u potpunosti provede, NGEU mogao povećati razinu realnog BDP-a u europodručju do 1,5% do 2026. ([The economic impact of Next Generation EU: a euro area perspective \(europa.eu\)](#)). To čini veliku razliku jer će dodatno povećati izgleda za rast.

Nakon dvije i pol godine trajanja programa otvara se pitanje: "Je li NGEU na pravom putu?"

Isplate bespovratnih sredstava iz RRF-a zemljama EU-a do srpnja 2023. dosegly su 165 milijardi eura. To iznosi više od 30% ukupne omotnice za koju se očekuje da će je zatražiti zemlje EU-a u razdoblju 2021.–2026. Na razini EU najuspješnija zemlja po pitanju povlačenja sredstava je Španjolska gdje je isplaćena već treća rata, dok su Grčka i Italija ispunile preduvjete te su podnijele zahtjev za isplatu treće tranše. Od zemalja srednje i istočne Europe druga rata isplaćena je samo Hrvatskoj i Slovačkoj, dok za isplatu treće tranše do sada nema zahtjeva. U nekim su zemljama potrebne strukturne reforme bile odgođene, a budući da su to preduvjeti za isplatu sredstava, došlo je do posrednog učinka na dinamiku plaćanja. To se prije svega odnosi na situaciju u Poljskoj i Mađarskoj gdje gotovo da nije bilo promjena u odnosu na našu posljednju analizu iz prosinca 2022. ([Wide Angle Shot: NextGenerationEU – how does it look two years later... \(raiffeisenresearch.com\)](#)).

Poljska je još uvijek u procesu ispunjavanja preduvjeta potrebnih za oslobađanje NGEU sredstava. U sklopu tog procesa, prijedlog zakona koji bi trebao podržati

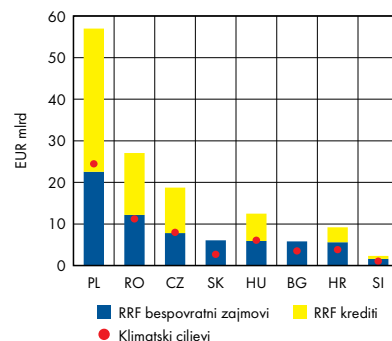
RRF alokacija i isplata bespovratnih zajmova



*do srpnja 2023.

Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja

Potencijalna veličina ulaganja unutar RRF-a za klimatske ciljeve



Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja

Namjera država članica da zatraže kredite unutar RRF-a

Država članica	Iskazana namjera traženja kredita	Zahtjev za kreditom poslan	Iznos (EUR, mn)	Ispunjavanje ili premašivanje gornje granice od 6,8%*
Austrija	Da	Ne	0	Ne
Bugarska	Da	Ne	0	Ne
Hrvatska	Da	Da	3.612	Ne
Češka	Da	Da	max 11,000	Ne
Mađarska	Da	Da	max 6,600	Ne
Poljska	Da	Da	23.035	Ne
Rumunjska	Da	–	–	Da
Slovačka	Da	Ne	0	Ne
Slovenija	Da	Ne	0	Ne

*iznos zajma za svaku državu članicu ne smije premašiti 6,8% njezina BND-a
Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja



RRF provedba

	BE	CY	DE	DK	EL	ES	FR	IT	LU	LT	LV	PT	SI	CZ	HR	AT	IE	SK	MT	RO	FI	EE	PL	HU	SE	BG	NL
27																											
27																											
26																											
22																											
20																											
18																											
18																											
7																											
6																											
3																											
1																											

Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja

sporazum s EU-om poslan je na ocjenu Ustavnom sudu. Sam Ustavni sud je u središtu osporavane reforme pravosuđa i nije se uspio okupiti i odlučiti o prijedlogu zakona. Kao rezultat toga, ponovno se odgađa oslobađanje sredstava. Štoviše, predstojeći parlamentarni izbori u listopadu dodatno kompliciraju proces s političkog stajališta. Za sada nije isključeno da se dogovor ne postigne prije izbora, što bi značilo da bi isplate bile tek 2024.

U slučaju Mađarske, iako je zemlja uspjela izbjeći najgori mogući scenarij (tj. nepovratan gubitak EU fondova) krajem 2022., još uvijek nema dogovora oko spornih pitanja i, sukladno tome, sredstva iz RRF-a i kohezijskih fondova tek trebaju biti puštena. Kao i u slučaju Poljske, pristup fondovima osiguran je samo ako mađarska Vlada ispuni 27 "super mjera". Zaključak: fondovi EU-a vjerojatno neće podržati gospodarski rast Mađarske u 2023.

Jačanje snage RRF-a kroz REPowerEU

Značajna promjena geopolitičke situacije, pri čemu posebno mislimo na rat u Ukrajini, potaknula je Europsku komisiju (EK) da predloži jačanje snage RRF-a u okviru plana REPowerEU. Plan REPowerEU ima za cilj brzo smanjenje ovisnosti Europske unije o ruskim fosilnim gorivima. Prema uredbi koja je stupila na snagu u ožujku 2023., države članice koje žele iskoristiti povećanu financijsku omotnicu RRF-a moraju **izmijeniti svoj plan oporavka i otpornosti kako bi uključile poglavlje** u kojem su navedene reforme i ulaganja za ispunjavanje ciljeva plana REPowerEU. Izmijenjene planove potrebno je dostaviti EK što je prije moguće, a u svakom slučaju do kolovoza 2023.

Gotovo 270 milijardi eura REPowerEU sredstava dostupno je državama članicama, uključujući 20 milijardi eura novih bespovratnih sredstava, 5,4 milijarde eura sredstava iz *Brexit Adjustment Reserve* i preostalih 225 milijardi eura RRF kredita koje države članice mogu koristiti u svrhu REPowerEU. Do srpnja 2023. svoje su modificirane planove dostavile Estonija, Francuska, Slovačka, Malta, Irska, Portugal, Danska, Španjolska, Litva i Češka.

Brzina i učinkovitost povlačenja raspoloživih sredstava kao najveći rizik

Imajući u vidu da NGEU može ostvariti svoj **puni potencijal samo ako se svi nacionalni reformski i investicijski planovi provode na vrijeme, učinkovito i djelotvorno, postavlja se pitanje potencijalnih rizika**, posebice u pogledu brzine i učinkovitosti povlačenja raspoloživih sredstava. Osim već spomenutih odgođenih zahtjeva za isplatu zbog kašnjenja potrebnih strukturnih reformi, kao u slučaju Poljske i Mađarske, neke su zemlje odgodile svoja ulaganja financirana iz RRF-a. Razlog ovakvom razvoju događaja koji povećava rizik provedbe treba tražiti, s jedne strane, u energetskej krizi i višoj inflaciji koji otvaraju nove izazove, poput česte potrebe za revizijom ugovora o nabavi ili javnih natječaja ili poteškoća u pristupu potrebnim materijalima, opremi tj. zbog uskih grla u opskrbnim lancima. S druge strane, još jedna prepreka koja se javlja u mnogim zemljama odnosi se na ograničenja u administrativnim kapacitetima i političke prepreke.

Dosadašnji rezultati zemalja u apsorpciji fondova EU-a pozivaju na oprez. Prema podacima Europske komisije, od zemalja obrađenih u ovom izvješću, do kraja 2020. samo su Mađarska (62,4%) i Poljska (60,5%) povukle više od 60% EU fondova u okviru financijske omotnice 2014. – 2020. No, mogućnost korištenja sredstava iz Višegodišnjeg financijskog okvira do 2023. godine (pravilo n+3) navedi nas na zaključak o brzini apsorpcije kako se financijska omotnica približava dospelju. Naime, podaci EK iz lipnja 2023. pokazuju da su Poljska (92,7%) i Slovenija (86,6%) dosad najuspješnije u povlačenju sredstava, dok su Slovačka i Hrvatska sa 69,8% odnosno 64,7% na začelju. Postavlja se stoga pitanje **hoće li šestogodišnji horizont NGEU biti dovoljan za snažniju apsorpciju?**

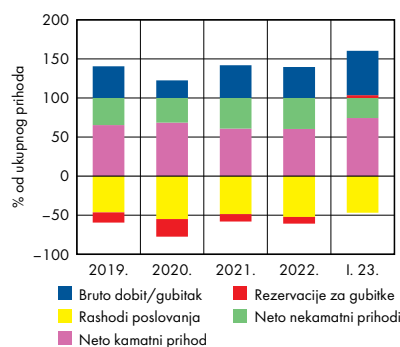
EU fondovi – trebali bi biti jedan od ključnih pokretača rasta....

Međutim, usprkos svim preprekama, investicije koje se većinom oslanjaju na EU fondove trebale bi biti jedan od ključnih pokretača rasta ove, ali i idućih godina. To se jasno može iščitati već iz dostupnih ekonomskih pokazatelja za 2023., ali i iz projekcija zemalja SIE za nadolazeće razdoblje. Pri tome je vrijedno je naglasiti da izdašna sredstva dostupna kroz EU fondove nisu samo prilika za zemlje srednje i istočne Europe, već i za mnoge strane kompanije koje obavljaju svoju poslovnu aktivnost na promatranim tržištima.

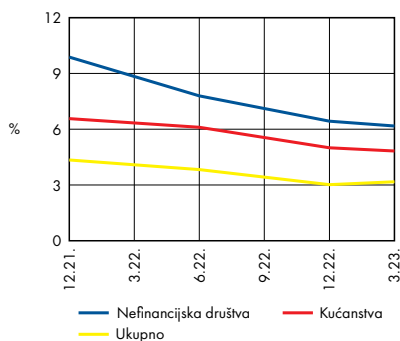
Prilagodba na poslovanje unutar euro područja

- Smanjenje depozita zbog odljeva gotovine u eurima odrazilo se na pad ukupne imovine kreditnih institucija
- Promjene u kamatnim i ostalim nekamatnim prihodima privremeno povećavaju povrat na kapital
- Povećanje protucikličnog zaštitnog sloja kapitala

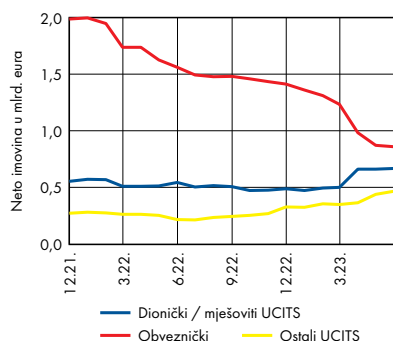
Struktura rezultata poslovanja banaka



Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima *



Otvoreni investicijski fondovi



Višak likvidnosti u sustavu povećan je pred kraj prošle godine zbog motivacije klijenata da zamjenu valute dočekaju s kunskim depozitom u banci koji se automatski konvertira u euro. Nakon ulaska u euro područje jednokratni rast depozita u sustavu odlio se iz sustava kao gotovina, pa je početak godine obilježio pad ukupne imovine kreditnih institucija. Uvođenje eura kao službene valute na početku godine označilo je završetak razdoblja u kojem su financijske institucije na visoko euroiziranom tržištu ostvarivale značajne prihode na transakcijama vezanim uz arbitriranje tečaja HRK:EUR. Izostanak prihoda od promjene kuna za eure rezultirao je u padu ostalih nekamatnih prihoda u prvom tromjesečju ove godine, koji su prepolovljeni u odnosu na isto razdoblje lani. Promjena službene valute nema značajan utjecaj na neto prihode od naknada, koji se povećavaju pod utjecajem inflacije, isto kao i rashodi poslovanja. No, u okruženju rasta tržišnih kamatnih stopa značajno su povećani neto kamatni prihodi. Nakon povrata depozita klijenata na razinu od prije jednokratnog rasta na prijelazu godine, kreditne institucije i dalje imaju značajan višak likvidnosti. Za razliku od razdoblja prije početka ciklusa povećanja kamatnih stopa ESB-a u srpnju prošle godine, kreditne institucije sada ostvaruju prinos na višak likvidnosti deponiran kod središnje banke. Taj prinos je u prvom tromjesečju dosegao razinu od 15% ukupnih kamatnih prihoda.

Rast tržišnih kamatnih stopa brzo se prelijeva na nove kredite i depozite s državom i poduzećima, ali prijenos na poslovanje sa stanovništvom usporava regulacija zaštite potrošača u dijelu ograničavanja kamatnih stopa za kredite. Usporedno, višak likvidnosti usporava prijenos tržišnih kamatnih stopa na kamatne stope koje banke nude za depozite. Posljedično, potrošači kao korisnici stambenih kredita ostvaruju realno smanjenje vrijednosti zaduženja uslijed inflacije, bez povećanja kamatnog troška. Gubitak vrijednosti na kreditima potrošača kreditne institucije prenose na vlasnike depozita koji ne ostvaruju prinos u skladu s rastom depozitne kamatne stope ESB-a.

U prvom tromjesečju 2023. godine sektor kreditnih institucija ostvario je povećani povrat na kapital od 14% uz stopu kapitaliziranosti od 23,6% u odnosu na rizičnu imovinu i s koeficijentom pokrića likvidnosti od 126% iznad propisanog. Ukupni prihodi porasli su za 27% na godišnjoj razini, kao rezultat rasta neto kamatnih prihoda za 51%, povećanja prihoda od naknada i trgovanja za 8%, i negativnog utjecaja ostalih prihoda od trgovanja i promjene vrijednosti imovine od -51%. Troškovi poslovanja povećani su za 13% pod utjecajem inflacije. Rezerviranja za gubitke blago su smanjena uz pozitivan utjecaj na rezultat poslovanja, pa je neto dobit povećana za 45%. Radi jačanja otpornosti kreditnih institucija u okruženju povišenih cikličkih sistemskih rizika, regulator je od ožujka povećao stopu protucikličkog zaštitnog sloja kapitala sa 0% na 0,5%, uz najavu daljnjih povećanja na 1% od rujna ove te na 1,5% od lipnja slijedeće godine. Time se povećava trošak kapitala na lokalnom tržištu koje u odnosu na prosjek euro područja ostvaruje značajno brži rast kredita nefinancijskom privatnom sektoru i rast cijena stambenih nekretnina.

Anton Starčević

Pozitivni čimbenici dijelom već uračunati u cijene dionica

- **Pozitivan sentiment s obje strane Atlantika**
- **Iščekivanje završetka ciklusa podizanja kamatnih stopa**
- **Tehnološki sektor predvodnik rasta**
- **Početak oporavka profitnih marži kompanija u drugom polugodištu 2023.**

Iako ustrajno visoke stope inflacije, restriktivna monetarna politika i izazovna geopolitička situacija ne predstavljaju poticajno okruženje za dionička tržišta, izvedba dioničkih indeksa u prvom ovogodišnjem polugodištu bila je vrlo dobra. Većina indeksa bilježi rast vrijednosti, dok su poneki dosegili i nove rekordne razine. Ipak, europski su indeksi u 2. tromjesečju rastom zaostajali za američkim indeksima, što pripisujemo višim stopama inflacije s naše strane Atlantika, što implicira nastavak zatezanja monetarne politike. Nema ni poboljšanja u pogledu rata u Ukrajini. Dakle, nesigurnost u opskrbi energijom i mogućnost daljnje eskalacije i dalje je prisutna.

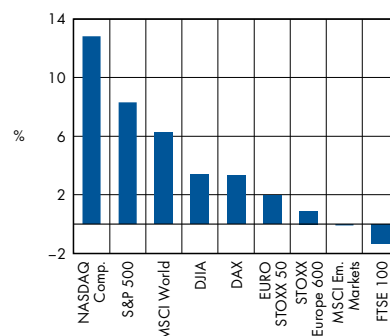
Smatramo da je izraženi optimizam na dioničkim tržištima odraz približavanja završetka ciklusa podizanja kamatnih stopa jer, osim nižih troškova zaduživanja, to znači i pozitivan utjecaj na vrednovanje dionica, što je posebno dalo vjetar u leđa tzv. *growth stocks*, primjerice dionicama tehnoloških kompanija, koje imaju snažan potencijal rasta dobiti u budućnosti. Također, pozitivno je utjecala i euforija povezana s umjetnom inteligencijom (AI) odnosno njezinim potencijalnim utjecajem na gospodarstvo u godinama koje dolaze. Naravno, najveći skok cijena zabilježile su tehnološke kompanije koje proizvode komponente povezane s AI tehnologijom. Budući da je tehnološki sektor zastupljeniji u američkim indeksima, oni su bilježili snažniji rast u odnosu na europske indekse, a posebno se to odnosi na Nasdaq. Posljedično, znatno je poraslo i relativno vrednovanje američkih indeksa te se mjereno omjerom P/E kreće iznad višegodišnjeg prosjeka.

Unatoč znatnom povećanju kamatnih stopa, gospodarstva EU i SAD-a se drže vrlo dobro te je očekivano klizanje u izraženiju recesiju zasad izostalo, a time i negativan utjecaj na dionička tržišta. Dakle, izgledniji je scenarij tzv. polaganog prizemljenja američkog gospodarstva, dok su negativni rizici nešto izraženiji u Europi s obzirom na potencijalne probleme u opskrbi energijom te slabije vodeće pokazatelje. Ipak, ne očekujemo nepovoljan utjecaj makroekonomskih pokazatelja na dionice u kratkom roku, dok bi s približavanjem 2024. ekonomsko okruženje trebalo postati čak i poticajno. Slično tome, još od kraja 2022. upozoravalo se na znatno pogoršanje rezultata poslovanja kompanija, no rezultati su se u prvom tromjesečju pokazali dosta otpornima što ukazuje na relativno visoku sposobnost prebacivanja tereta povećanja ulaznih troškova na krajnje kupce.

Ukupno gledano, smatramo da bi i u ostatku godine okruženje trebalo podržavati rast dioničkih indeksa, no stope rasta bi trebale biti umjerenije. Naime, investitori su uglavnom ignorirali još uvijek prilično oštru retoriku središnjih banaka u prvoj polovici godine te stoga smatramo da su negativni učinci monetarne politike već uvelike uračunati u cijene na dioničkim tržištima. Ipak, izgledne su povremene korekcije povezane s oštrijim izjavama dužnosnika središnjih banaka, ovisno o dinamici smirivanja stopa inflacije prema ciljanoj razini.

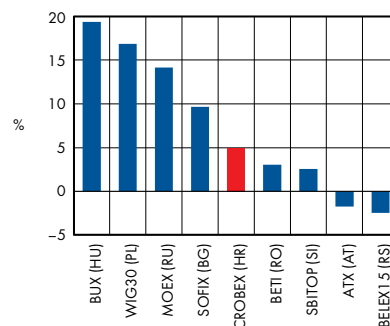
Vrednovanje europskih indeksa je znatno povoljnije u odnosu na američke te je ispod višegodišnjeg prosjeka P/E. Iako to upućuje na zaključak o većem potencijalu rasta europskih dionica, čimbenici poput ovisnosti europskih zemalja o ru-

Svjetski indeksi – prinosi u 2. tr. 2023.*



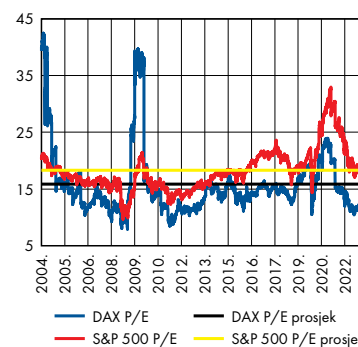
* u lokalnoj valuti na datum 30.6.2023. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Regionalni indeksi – prinosi u 2. tr. 2023.*



* u lokalnoj valuti na datum 30.6.2023. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

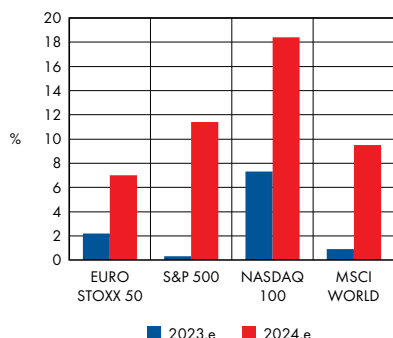
Visoko vrednovanje američkih dionica*



* mjereno omjerom cijene i zarade po dionici (P/E)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

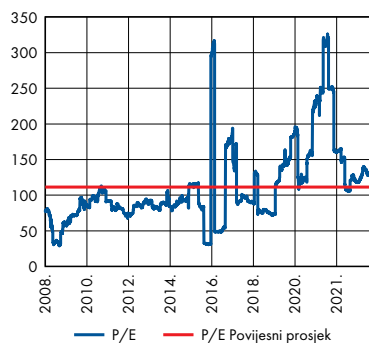


Očekivano kretanje dobiti kompanija sastavnica indeksa



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Vrednovanje CROBEX-a



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

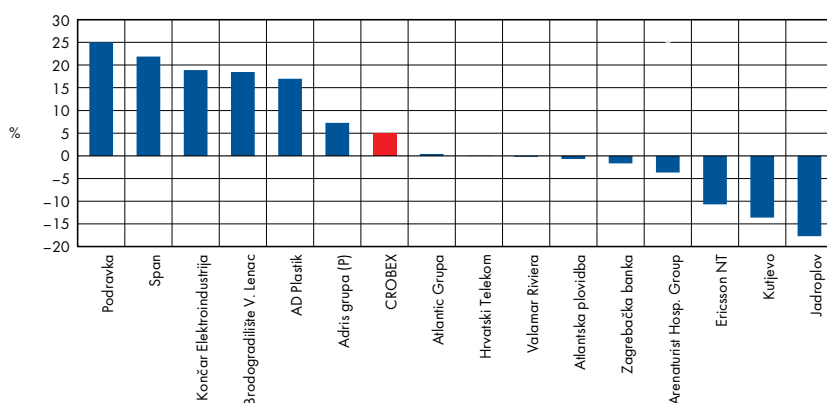
skom plinu i strukturne karakteristike europskog gospodarstva još uvijek su ograničavajući faktor rasta europskih indeksa. Dakle, iako visoko vrednovanje američkih dionica poziva na oprez, očekujemo da bi i u trećem tromjesečju one izvedbom ponovno mogle nadmašiti europske, a pritom izdvajamo tehnološki sektor zbog kontinuirano snažne potražnje, posebno u segmentu umjetne inteligencije. Fundamentalno gledano, najveći potencijal rasta imaju austrijski ATX i kineski indeks HSCE zbog niskog vrednovanja.

Mađarski indeks BUX je zabilježio uvjerljivo najveći rast u 2. tromjesečju, nakon minusa u 1. tromjesečju. Odras je to sektorskog sastava BUX-a odnosno visoke izloženosti financijskom sektoru (i naftnom) te posljedičnom oporavku bankarskih dionica nakon smirivanja krize. Od početka godine Zagrebačka burza je uvjerljivo nadmašila izvedbu indeksa regije SIE, ali i mnogih zapadnih indeksa. Gledajući izvedbu tijekom 2. tromjesečja, CROBEX je porastao 4,9%, dosegnuvši najvišu razinu u posljednjih više od 10 godina. Predvodnik rasta bila je dionica Podravke, čija je cijena porasla 25%. Pored već visoko uračunatih čimbenika poput ulaska u euro područje i Schengen, smatramo da je jedan od generatora optimizma svakako i turistička sezona, zbog svog pozitivnog utjecaja na znatno širi dio gospodarstva od samog turističkog sektora, ali i privatni sektor, a time i potrošnju. Statistika za sada pokazuje vrlo dobru predsezonu i turističke kompanije potvrđuju vrlo dobro stanje rezervacija. Rast fizičkih pokazatelja u prvih 6 mjeseci u odnosu na 2022., ali i rekordnu 2019. uz značajno više cijene svakako daje razloga za optimizam. Dakle, očekujemo nastavak pozitivnog sentimenta na Zagrebačkoj burzi, ali s obzirom na dosadašnji rast i razinu indeksa CROBEX, koji je već sad iznad očekivane razine na kraju godine očekujemo usporavanje rasta, a ne treba isključiti ni povremene snažnije korekcije.

Slično inozemnim tržištima, rezultati poslovanja za 1. tromjesečje 2023. uglavnom bilježe određeno pogoršanje profitnih marži u odnosu na isto razdoblje lani, u skladu s rastom gotovo svih kategorija operativnih troškova, no u manjoj mjeri u odnosu na očekivanja. Razlog tome je fokus na uštede i racionalizaciju poslovanja te još uvijek snažna potražnja. Stoga su kompanije dio tereta rastućih troškova

mogle prevaliti na kupce. U sljedećim tromjesečjima očekujemo smirivanje rasta troškova proizvodnih inputa, no ne i pritiska na rast plaća koji će i dalje otežavati povratak marži na normalizirane razine. Ipak, prema kraju godine očekujemo početak oporavka profitnih marži u većini sektora, u skladu sa slabljenjem utjecaja visokih ulaznih cijena iz 2022. u ukupnim troškovima inputa, te zatim snažniji rast marži u 2024.

Povrati CROBEX sastavnica u 2. tr. 2023. (dividende nisu uključene)*



* povrati izračunati na datum 30.6.2023. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Ana Turudić

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomska i financijska istraživanja

Zrinka Živković Matijević, direktorica; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr
 Elizabeta Sabolek Resanović, ekonomski analitičar; tel.: 01/46 95 099, e-adresa: elizabeta.sabolek-resanovic@rba.hr
 Ana Lesar, financijski analitičar; tel: 01/61 74 811, e-mail: ana.lesar@rba.hr
 Ana Turudić, financijski analitičar; tel: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr
 Petar Bejuk, ekonomski analitičar; tel: 01/61 74 338, e-adresa: petar.bejuk@rba.hr

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

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

Sanja Bruckner, izvršni direktor Financijskih tržišta; tel: 01/46 95 076, e-mail: sanja.bruckner@rba.hr
 Igor Mataić, Direktor investicijskog bankarstva; tel: 01/61 74 332, e-mail: igor.mataic@rba.hr

Urednik

Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih i financijskih istraživanja

Grafička priprema

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

Nakladnik

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

Kratice

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

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

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodana vrijednost

BoE – Bank of England

CDS – Credit Default Swap

CHF – švicarski franak

CIS – Zajednica neovisnih država

CPI – indeks potrošačkih cijena

DZS – Državni zavod za statistiku

e – procjena (estimate)

EMU – Ekonomska i monetarna unija

ESA – Europski sustav integriranih gospo-
 darskih računa

ESB – Europska središnja banka

EU – Europska unija

EUR – euro

ERM II – Eurospki tečajni mehanizam

ESB – Eurospka središnja banka

Eurostat – Statistički ured Europske unije

f – prognoza (forecast)

Fed – Federal Reserve System

GBP – funta

god., g – godina

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor
 financijskih usluga

HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj

HNB – Hrvatska narodna banka

HRK – kuna

HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko
 osiguranje

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

ILO – International Labour Organisation

JIE – zemlje Južne i Istočne Europe

kr – kraj razdoblja

m – mjesec

MF – Ministarstvo financija

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

OPEC – Organization of the Petroleum
 Exporting Countries

PDV – porez na dodanu vrijednost

PPP – Purchasing power parity (paritet
 kupovne moći)

pr – prosjek razdoblja

RBA – Raiffeisen Bank Austria d.d. Zagreb

SAD – Sjedinjene Američke Države

SE – zemlje Srednje Europe

SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe

SNB – Swiss National Bank

USD – američki dolar

ZIBOR – Zagreb Interbank Offered Rates

ZSE – Zagreb Stock Exchange

Publikacija je dovršena 7. srpnja 2022.

Publikacija odobrena od strane urednika: 11. srpnja 2022. u 17:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 12. srpnja 2022. u 11:00 sati

ISSN 1332-9391



Izjava o odricanju odgovornosti

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

Ekonomski i financijski istraživanja su organizacijska jedinica RBA.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Ciljane cijene se temelje na izračunatoj fer vrijednosti dobivenoj pomoću metode usporednog vrednovanja ("peer" analize) i/ili metodom diskontiranog novčanog tijeka (DCF metodom). Detaljna pojašnjenja korištenih metodologija dostupna su na: <https://equityresearch.rbiinternational.com/concepts.php>

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

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

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

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

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

Pregled Raiffeisen preporuka:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

