

RBAAnalize

broj 80
travanj 2021.

Optimizam u sjeni velike neizvjesnosti

- Visoka ovisnost o turizmu – uteg rastu
- Put k euru se nastavlja
- Godina velikih fiskalnih izazova
- Vodeći dionički indeksi na povijesno najvišim razinama

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: DeymosHR

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Optimizam u sjeni neizvjesnosti	5
---------------------------------------	---

Realni sektor, tržište rada

Neizvjestan početak godine	6
----------------------------------	---

Platna bilanca, inozemni dug

Povratak negativnog salda na tekućem računu platne bilance	8
--	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Bez sezonske volatilnosti tečaja, barem za sada	10
---	----

Fiskalna politika i tržište duga

Godina visokih fiskalnih izazova	11
--	----

Tržište nekretnina

Zagreb i Jadranska obala – predvodnici rasta cijena	14
---	----

Politike središnjih banaka ECB–Fed

Fed i ESB – nastavak ekspanzivne monetarne politike	17
---	----

Nafta

Rast cijena sirove nafte podržan smanjenom proizvodnjom	18
---	----

Financijski sustav

Prepolovljena dobit banaka u 2020. godini	19
---	----

Tržište dionica

Vodeći dionički indeksi obaraju rekordne vrijednosti	20
--	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.f	2022.f	2023.f
BDP i proizvodnja								
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	3,5	3,4	2,8	2,9	-8,0	5,1	3,0	2,5
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	46.644	49.262	51.979	54.270	49.318	52.788	55.154	57.438
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	11.174	11.942	12.716	13.350	12.192	13.151	13.847	14.523
Trgovina na malo, % promjena, realno	4,4	4,4	3,9	3,6	-6,4	4,5	3,5	4,0
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena ¹	1,4	-1,0	0,5	0,5	-3,1	3,5	4,2	3,3
Cijene, nezaposlenost i proračun								
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	1,2	0,8	1,3	1,4	-0,7	1,0	1,5	1,5
%, prosjek	-1,1	1,5	0,8	0,8	0,1	0,9	1,5	1,8
Proizvođačke cijene ² , %, kraj razdoblja	-0,1	2,1	0,5	1,5	-1,2	1,3	0,8	1,2
%, prosjek	-4,1	2,1	2,4	0,8	-2,0	1,0	2,0	2,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	14,7	12,4	9,9	7,8	9,0	8,8	8,0	7,4
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	13,1	11,2	8,4	6,5	7,5	7,2	6,8	6,5
Prosječna neto plaća (HRK), pr	5.685	5.984	6.241	6.582	6.763	6.966	7.091	7.198
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-0,9	0,8	0,2	0,4	-7,4	-4,2	-3,0	-2,5
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	283,8	285,0	286,2	292,9	329,7	347,7	355,2	357,8
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	80,8	77,5	74,7	73,2	88,7	87,5	85,1	82,8
Bilanca plaćanja i dug								
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	22.248	24.614	26.098	28.237	21.002	25.500	29.200	31.098
% promjena	7,3	10,6	6,0	8,2	-25,6	21,4	14,5	6,5
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	21.682	24.281	26.529	28.355	24.399	27.800	30.300	31.512
% promjena	5,3	11,9	9,2	6,2	-14,0	13,9	9,0	4,0
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ³	2,1	3,4	1,8	2,8	-0,8	0,5	1,9	0,0
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	13.514	15.706	17.438	18.560	18.942	19.500	19.600	19.700
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	7,5	7,8	7,9	7,9	9,3	8,4	7,8	7,5
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ⁴	369	447	1.057	1.212	1.279	1.500	1.500	1.450
Noćenja turista, % promjena	9,1	10,5	4,0	1,8	-55,2	58,4	45,0	4,5
Inozemni dug, mlrd. EUR	44,7	43,7	42,7	40,9	40,6	43,2	43,5	45,9
Inozemni dug, kao % BDP-a ³	95,9	88,7	82,2	75,3	82,3	81,8	78,9	79,9
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ³	200,9	177,5	163,6	145,3	193,4	169,4	149,0	147,6
Financijski pokazatelji								
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	6,99	6,27	6,47	6,65	6,14	6,24	6,13	6,08
pr, USD/HRK	6,80	6,62	6,28	6,62	6,61	6,64	6,18	6,11
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,56	7,44	7,41	7,44	7,54	7,55	7,53	7,53
pr, EUR/HRK	7,53	7,46	7,42	7,41	7,53	7,53	7,53	7,53
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	83,5	99,4	120,0	137,2	160,4	175,6	183,3	191,6
% promjena	18,1	19,1	20,7	14,3	16,9	9,5	4,4	4,5
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	300,9	307,2	324,0	333,3	364,47	376,86	382,51	399,72
% promjena	4,7	2,1	5,5	2,9	9,3	3,4	1,5	2,0
Plasmani, mlrd. HRK, kr	221,5	218,9	223,2	229,5	238,51	243,04	248,39	259,56
% promjena	-3,7	-1,2	2,0	2,8	3,9	1,9	2,2	3,5
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	0,95	0,41	0,09	0,08	0,30	0,03	0,20	0,20

¹ Prema izvornim neprilagođenim indeksima ² Na domaćem tržištu ³ U eurima ⁴ Uključujući kružna ulaganja
e – ocjena, f – prognoza, kr – kraj razdoblja, pr – prosjek razdoblja
Prognoze: Ekonomska i financijska istraživanja
Izvori: HNB, DZS, MF

BDP, realna godišnja promjena (%)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	4,5	-2,7	3,7	4,4
Mađarska	4,6	-5,2	5,0	5,5
Češka	2,2	-5,6	2,5	5,5
Slovačka	2,3	-5,2	5,0	3,5
Slovenija	3,2	-5,5	4,1	4,0
SE	4,8	3,8	-5,1	3,4
Hrvatska	2,9	-8,0	5,1	3,0
Bugarska	3,7	-4,2	3,0	4,0
Rumunjska	4,1	-3,9	5,2	4,5
Srbija	4,2	-1,1	4,5	3,0
BiH	2,9	-4,5	3,0	3,5
Albanija	2,2	-3,3	5,7	4,4
JIE	3,7	3,7	-5,5	4,2
Rusija	2,0	-3,0	2,3	1,3
Ukrajina	3,2	-4,0	3,8	3,5
Bjelorusija	1,3	-0,9	1,5	2,0
IE	2,4	1,5	-4,1	2,4
SIE	3,3	2,5	-4,6	3,0
Austrija	1,4	-6,6	3,5	5,0
Njemačka	1,3	0,6	-5,9	3,7
Eurozona	1,3	-6,8	4,3	3,7
SAD	2,2	-3,5	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	2,3	3,4	3,2	2,8
Mađarska	3,4	3,3	4,1	3,5
Češka	2,8	3,2	2,4	2,2
Slovačka	2,8	2,0	1,6	2,0
Slovenija	1,7	-0,3	1,0	1,8
SE	2,1	2,7	3,3	2,4
Hrvatska	0,8	0,1	0,9	1,5
Bugarska	3,1	1,7	2,3	3,0
Rumunjska	3,8	2,6	3,1	2,9
Srbija	1,9	1,8	2,1	2,4
BiH	0,6	-1,0	1,3	1,5
Albanija	1,4	1,6	2,2	2,6
JIE	3,4	2,9	2,0	2,2
Rusija	4,2	3,5	5,3	4,2
Ukrajina	7,9	2,7	8,7	6,0
Bjelorusija	5,6	5,5	7,6	6,0
IE	3,7	4,8	3,2	4,0
SIE	3,2	3,9	3,0	3,3
Austrija	1,5	1,4	1,9	1,7
Njemačka	1,9	1,4	0,4	1,8
Eurozona	1,2	0,3	1,6	1,4
SAD	1,8	1,2	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	7,2	-8,4	1,0	4,9
Mađarska	12,2	-9,5	4,5	11,3
Češka	2,2	-8,5	1,6	8,0
Slovačka	5,8	-11,9	9,0	5,0
Slovenija*	5,8	-4,1	7,9	10,1
SE	8,7	7,1	-8,1	3,0
Hrvatska	7,1	-2,9	7,5	6,2
Bugarska	4,5	-5,1	1,0	n.v.
Rumunjska	13,0	6,8	4,1	8,5
Srbija	17,2	-2,3	3,0	5,5
BiH	6,4	-12,4	10,0	9,5
Albanija	-3,3	-6,9	6,0	5,5
JIE	2,0	12,1	-3,7	4,7
Rusija	1,5	-4,3	2,5	2,5
Ukrajina	14,2	n.v.	n.v.	n.v.
Bjelorusija	6,2	n.v.	n.v.	n.v.
IE	2,2	1,5	-1,3	2,2
SIE	4,2	4,7	-3,8	2,8
Austrija	4,0	-4,9	3,3	3,5
Njemačka	3,6	2,6	n.v.	n.v.
Eurozona	5,6	-8,5	3,0	6,3
SAD	2,3	n.v.	n.v.	n.v.

*prognose EK

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	0,5	3,6	1,8	0,8
Mađarska	-0,3	0,1	0,2	0,8
Češka	-0,3	3,2	1,8	0,8
Slovačka	-2,7	-0,4	0,8	-0,4
Slovenija	5,6	7,1	6,5	5,5
SE	-0,4	-0,2	1,7	1,1
Hrvatska	2,7	-0,8	0,5	1,9
Bugarska	3,1	0,2	1,7	4,0
Rumunjska	-4,9	-5,2	-5,2	-5,5
Srbija	-4,7	-4,0	-6,0	-6,8
BiH	-3,5	-3,2	-4,0	-5,1
Albanija	-8,0	-8,9	-7,4	-6,9
JIE	-2,3	-2,0	-3,5	-3,4
Rusija	3,8	2,2	3,5	3,8
Ukrajina	-2,7	4,0	-0,6	-1,8
Bjelorusija	-2,0	-0,3	-3,1	-2,9
IE	5,9	3,1	1,1	3,6
Austrija	2,8	2,9	3,2	3,3
Njemačka	7,4	7,1	6,5	6,8
Eurozona	2,3	2,3	2,5	2,2
SAD	-2,2	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	-0,7	-6,9	-4,0	-2,8
Mađarska	-2,2	-8,8	-7,8	-6,9
Češka	-0,1	-6,7	-7,0	-4,7
Slovačka	-1,4	-9,5	-6,3	-4,6
Slovenija	0,5	-8,4	-5,1	-4,4
SE	-0,4	-0,6	-8,8	-5,4
Hrvatska	0,4	-7,4	-4,3	-3,0
Bugarska	-1,0	-3,0	-4,0	-2,0
Rumunjska	-4,4	-9,1	-7,8	-6,0
Srbija	0,2	-8,3	-6,5	-3,0
BiH	1,9	-3,6	-2,7	-1,7
Albanija	-1,9	-6,9	-5,0	-2,4
JIE	-1,4	-2,4	-8,1	-5,3
Rusija	1,8	-3,8	-2,4	-1,0
Ukrajina	-2,2	-6,0	-4,5	-2,9
Bjelorusija	2,7	-1,4	-2,7	-2,2
IE	1,7	1,5	-4,7	-2,5
Austrija	0,7	-9,5	-7,0	-3,5
Njemačka	1,8	1,5	-10,5	n.v.
Eurozona	-0,6	-8,8	-6,4	-4,7
SAD	-4,6	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	45,7	57,3	54,5	52,7
Mađarska	68,6	81,7	80,8	80,4
Češka	30,2	38,6	44,7	46,3
Slovačka	48,5	61,0	63,1	64,2
Slovenija	65,6	80,8	79,5	77,0
SE	52,0	n.v.	59,0	61,0
Hrvatska	72,8	88,7	87,5	85,1
Bugarska	19,7	24,4	26,7	27,4
Rumunjska	35,3	47,2	51,6	54,2
Srbija	52,1	56,8	59,1	53,8
BiH	32,8	38,0	38,8	36,8
Albanija	66,3	76,1	74,4	71,9
JIE	40,7	40,1	50,7	52,3
Rusija	12,4	17,9	n.v.	n.v.
Ukrajina	50,3	59,8	61,6	59,8
Bjelorusija	34,0	39,3	41,2	40,9
IE	17,5	16,8	17,8	17,8
Austrija	70,5	84,5	87,0	84,9
Njemačka	61,8	59,6	78,9	n.v.
Eurozona	84,0	99,7	100,4	100,8
SAD	106,0	129,0	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	59,4	57,5	n.v.	n.v.
Mađarska	75,8	89,4	83,3	74,1
Češka	76,7	76,1	96,2	90,1
Slovačka	112,4	121,8	117,8	115,0
Slovenija	90,5	104,1	n.v.	n.v.
SE	61,0	56,8	59,8	57,0
Hrvatska	75,4	82,5	82,0	79,0
Bugarska	57,6	63,5	66,8	65,2
Rumunjska	49,2	57,7	55,4	53,6
Srbija	61,5	68,2	63,5	63,5
BiH	62,7	70,2	69,1	66,8
Albanija	60,4	65,8	61,9	60,9
JIE	56,9	55,0	62,8	61,9
Rusija	29,1	31,9	n.v.	n.v.
Ukrajina	70,7	66,4	62,4	56,7
Bjelorusija	64,6	70,0	74,2	78,6
IE	32,7	33,2	37,9	36,4
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	123,6	135,6	n.v.	n.v.
SAD	95,2	102,0	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjek)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	4,30	4,44	4,47	4,30
Mađarska	325,3	351,2	353,0	350,0
Češka	25,7	26,5	25,8	25,3
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
Hrvatska	7,42	7,53	7,53	7,53
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,75	4,84	4,90	4,93
Srbija	117,8	117,6	117,6	117,9
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	123,0	123,8	123,1	122,5
Rusija	72,4	82,7	n.v.	n.v.
Ukrajina	29,0	30,7	33,2	34,4
Bjelorusija	2,34	2,78	3,32	3,81
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Eurozona	euro	euro	euro	euro
SAD	1,12	1,14	1,20	1,23

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Rejting*

	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	A-	A2	A-
Mađarska	BBB	Baa3	BBB
Češka	AA-	Aa3	AA-
Slovačka	A+	A2	A
Slovenija	AA-	A3	A
Hrvatska	BBB-	Ba1	BBB-
Bugarska	BBB	Baa1	BBB
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Srbija	BB+	Ba2	BB+
BiH	B	B3	NR
Albanija	B+	B1	NR
Rusija	BBB-	Baa3	BBB
Ukrajina	B	B3	B
Bjelorusija	B	B3	B
Austrija	AA+	Aa1	AA+
Njemačka	AAA	Aaa	AAA
Eurozona	AAA	AAA	AAA
SAD	AA+	Aaa	AAA

* dugoročno zaduživanje, strana valuta

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Optimizam u sjeni neizvjesnosti

U prvom tromjesečju epidemiološka situacija diljem Europe nije se popravila, a dodatnu neizvjesnost donijela je spora dinamika procjepljivanja stanovništva. Većina europskih gospodarstva nastavila je primjenjivati niz mjera za suzbijanje pandemije koje neminovno usporavaju oporavak i zahtijevaju poprilično visoke fiskalne potpore. Uslužni sektor diljem Europe je pogođen, dok se industrija oporavlja. Polako jačaju i inflatorni pritisci koji su dominantno predvođeni cijenama energije. Međutim, Europska središnja banka zadržava splet izrazito ekspanzivnih monetarnih mjera kako bi osigurala povoljne uvjete financiranja u duljem razdoblju. Dakle, povratak pozitivni kamatnih stopa na novčanom tržištu ne očekujemo prije 2025. Ipak, pozitivna očekivanja gospodarskog rasta i inflacije polako se zrcale na duljem kraju njemačke krivulje prinosa.

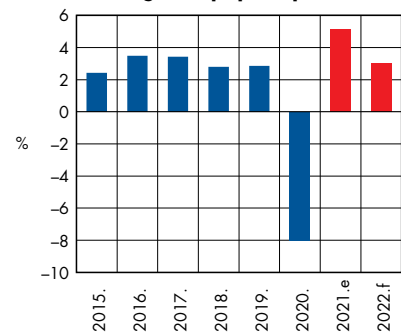
Prvi visokofrekventni pokazatelji u Hrvatskoj upućuju na nastavak oporavka, osobito u građevinarstvu i industriji, a naznake poboljšanja vidljive su i u sektoru trgovine i usluga. Poslovna očekivanja i potrošački optimizam upućuju na daljnji oporavak ohrabrujući naša očekivanja o snažnijem gospodarskom rastu u drugoj polovici godine. Ipak oni su i dalje ispod pred kriznih mjeseci, a pozitivne trendove i očekivanja treba uzeti s dozom opreza. Naime, visoka ovisnost o turizmu upozorava da su prognoze izložene riziku budući da se temelje na pretpostavci normalizacije putovanja u lipnju, uspješnoj središnjoj turističkoj sezoni i produljenju post sezone. Uz to očekujemo snažniji zamašnjak u investicijama koje bi s jenjavanjem neizvjesnosti prema kraju godine trebale jačati i u privatnom sektoru.

Rastući troškovi u zdravstvu kao i viši izdaci u naknadama za zaposlene u javnim službama sugeriraju da će se već nakon lokalnih izbora u saborskoj proceduri naći rebalans proračuna. I dok smo stopu gospodarskog rasta zadržali na iznad 5%, manjak državnog proračuna je prema novim prognozama nešto viši i oduvara od kriterija iz Maastrichta. Međutim kako je sasvim izgledno zadržavanje tzv. klauzule o odstupanju Pakta o stabilnosti i rastu, Hrvatskoj kao ni drugim članicama ne prijeti ulazak u Proceduru prekomjernog deficita. Ipak, izazova za fiskalnu politiku ne manjka, jer je ključno javne financije vratiti na stazu održivosti pri čemu priželjkujemo i provođenje određenih reformi koje bi se barem prema preporukama Europske komisije trebale naći i u Nacionalnom planu oporavka i otpornosti. U međuvremenu financijska tržišta nastavljaju obilovati likvidnošću, niskim kamatnim stopama i stabilnim tečajem kune prema euru. Glad za domaćim državnim papirima bit će tek donekle umirena ljetnim izdanjem obveznice jer u srpnju dopijevaju obveze po starim izdanjima. Monetarna politika ostaje ekspanzivna i predana stabilnosti tečaja kune u odnosu na euro koji je izgubio svaku sezonalnost i čeka na prve dolaske turista.

Naposlijetku, i očekivanja na dioničkim tržištima razmjerno su pozitivna pri čemu optimizam ulagača osim središnjih banaka podupiru izdašni fiskalni stimulansi. Ipak visoke valuacije zahtijevaju oprez, a potencijalne porezne izmjene s one strane Atlantika mogle bi unijeti i dozu volatilnosti na tržište. Hrvatsko dioničko tržište i dalje će biti obilježeno skromnim prometima. Pozitivna očekivanja za CROBEX su nešto skromnija i reflektiraju kretanja u realnom gospodarstvu odnosno njegovu ranjivost i visoku oslonjenost na turizam.

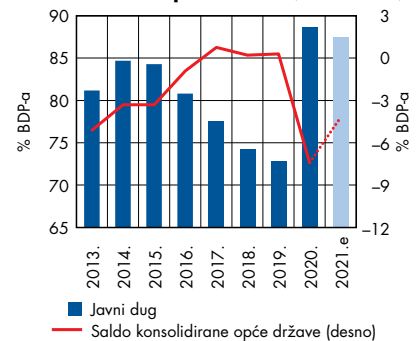
Zrinka Živković Matijević

BDP, realna godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Kreditni rejting Republike Hrvatske

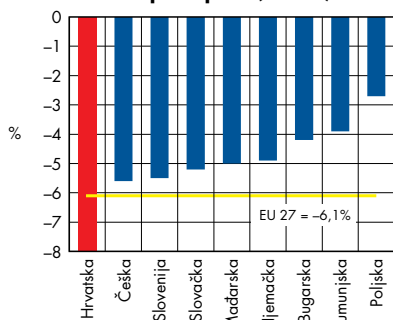
Agencija	Dugoročno zaduživanje		Zadnja ocjena	Sljedeća ocjena
	Strana valuta	Izgledi		
Fitch	BBB-	Stabilni	4.12.20.	21.5.21.
Moody's	Ba1	Stabilni	13.11.20.	14.5.21.
S&P	BBB-	Stabilni	19.3.21.	17.9.21.

Od 15.3.2021.; Izvor: HNB

Neizvjestan početak godine

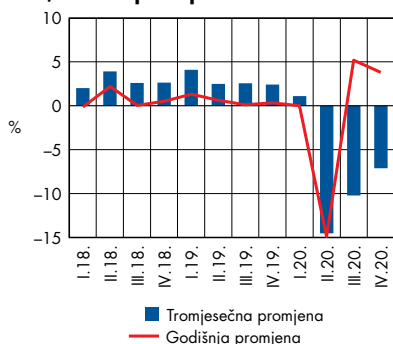
- Neizvjesnost, uz dašak optimizma
- U očekivanju rasta predvođenog izvozom i investicijama

BDP – realna promjena (2020.)



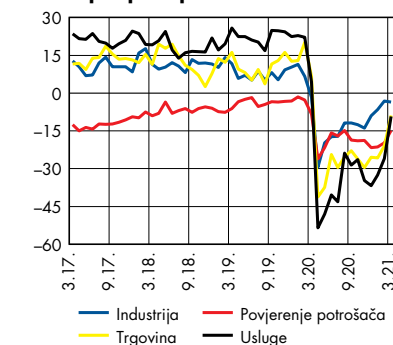
Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

BDP, realna promjena



Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

Indeksi povjerenja



Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

2020. zaključena je s realnim padom gospodarstva od 8,0%. Time je potvrđeno da je Hrvatska među najteže pogođenim zemljama EU-a zbog krize uzrokovane pandemijom COVID-19, a sve zbog velike izloženosti turizmu čiji se direktni i indirektni utjecaj procjenjuje na 25%. Upravo je izvoz usluga, zajedno s naglim padom potrošnje kućanstava, bio glavni predvodnik ukupnih negativnih kretanja. Štoviše, oporavak gospodarstva, započeo u trećem tromjesečju zamjetno je usporen u razdoblju od rujna do prosinca upravo zbog snažnog dvoznamenkastog pada izvoza usluga. Naime, nakon tromjesečnog rasta od 5,2% u trećem tromjesečju, gospodarstvo je u posljednjem tromjesečju poraslo 3,8% što je u konačnici rezultiralo i 7,1 posto nižom realnom vrijednosti u odnosu na isto razdoblje 2019. Razlog, naravno, leži u epidemiološkoj situaciji i mjerama koje su posebno pogodile uslužni sektor. Industrija i građevinarstvo pokazale su se otpornijima na trenutnu krizu, ali njihov udio u hrvatskom gospodarstvu zaostaje za prosjekom EU i usporedivim državama srednje i istočne Europe. S druge strane, snažan oporavak izvoza roba, a posebice investicija u posljednjem tromjesečju podupiru naša očekivanja da bi 2021. mogla biti godina oporavka unatoč još uvijek prisutnoj neizvjesnosti. Prema dostupnim visokofrekventnim pokazateljima prvi mjeseci 2021. donijeli su dašak optimizma te rast na tromjesečnoj osnovi. Međutim, navedeno još uvijek nije dovoljno da bi Hrvatska zabilježila pozitivnu godišnju promjenu realnog BDP-a. Industrijska proizvodnja nastavila je bilježiti blago ubrzanje dinamike oporavka, a slična pozitivna kretanja bilježi i promet u trgovini na malo koji je za razliku od industrijske proizvodnje uspio dosegnuti razine bilježene prije početka pandemije. Očuvanju raspoloživog dohotka, uvelike su pridonijele intervencije fiskalne politike, novo porezno rasterećenje u sustavu poreza na dohodak te potpore za zaposlene u djelatnosti pogođene COVID-19 pandemijom. Zamašnjak u građevinarstvu se nastavio, pri čemu poticaj rasti dolazi i od gradnje zgrada i od radova na ostalim građevinama. Poslovna očekivanja u industriji, građevini, trgovini i uslugama nastavljaju rasti sugerirajući da se nastavak oporavka može očekivati i tijekom narednih mjeseci. Osobiti pomak prema kraju tromjesečja vidi se u trgovini i uslugama što se dijelom može pripisati i očekivanjima o postupnoj normalizaciji života i poslovanja u uvjetima gdje se pandemija COVID-19 u većem dijelu Europe nastoji staviti pod kontrolu. Iako su i poslovni i potrošački optimizam u prvom ovogodišnjem tromjesečju zabilježili poboljšanja u odnosu na posljednje tromjesečje 2020. njihova razina je još uvijek ispod ostvarenja koja smo bilježili prije početka pandemije. Uz to visoka neizvjesnost, razmjerno spora dinamika procjepljivanja u Europi te odgoda normalizacije putovanja neki su od čimbenika koji otežavaju povratak k normalni i snažniji ekonomski zamašnjak čemu pridonosi nepovoljna i ranjiva struktura gospodarstva.

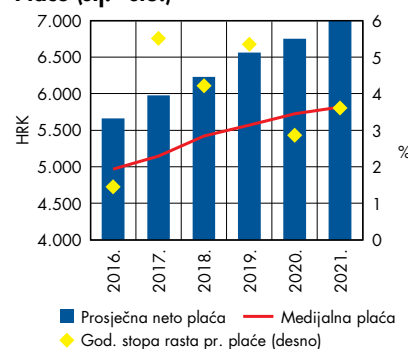
Unatoč visokoj razini neizvjesnosti ostajemo pri dosadašnjoj procjeni rasta gospodarstva u 2021. od 5,1%. Ona je uvelike izložena negativnim rizicima. Projekcija se naime, osim na učinku baznog razdoblja, temelji na obuzdavanju pandemije u prvoj polovici godine, solidnoj turističkoj sezoni i produljenju post sezone, obnovi potresom pogođenih područja te snažnoj iskoristivosti potencijalno raspoloživih sredstava iz EU. Sve sastavnice domaće i inozemne potra-

žnje trebale bi pridonijeti gospodarskom rastu. Globalni oporavak, posebno u eurozoni, trebao bi imati pozitivan učinak na izvoz. Najveća nada i najveći strah leže, naravno, u turizmu tj. normalizaciji putovanja. Iz trenutne perspektive najraniji mogući početak putovanja čini se druga polovica svibnja ili početak lipnja. Među konkurentskim tržištima, hrvatski turizam u najvećoj mjeri ovisi o inozemnim gostima (posebice turistima iz Njemačke, Italije, Austrije, Slovenije i Velike Britanije). Stoga pomno pratimo epidemiološku situaciju, retoriku i stav najvažnijih emitivnih tržišta. Osim što uspješnost sezone ovisi i o epidemiološkim mjerama u ovim državama, neupitno je da će većina europskih država nastojati motivirati građane da vrijeme ljetnih godišnjih odmora provedu na matičnim tržištima. Uz to očekujemo snažan pritisak konkurentskih destinacija. Ipak, Hrvatska bi trebala imati velike koristi od novonastalog trenda putovanja prema poznatim, bliskim, sigurnim i pouzdanim odredištima. Uz to, hrvatski turistički sektor manje je ovisan o kongresnom turizmu i zračnom prometu u usporedbi sa sličnim zemljama jer se manje od 10% dolazaka ostvaruje avionom. Solidna središnja turistička sezona i izgledno, ali još uvijek neizvjesno produljenje posezone moglo bi nadoknaditi gubitke iz drugog tromjesečja. Međutim, čak i uz visoke dvoznamenkaste stope rasta, ni noćenja ni prihodi neće doseći razinu 2019. Naime, čak i 60% međugodišnji rast značio bi 75% ukupnih noćenja i prihoda u 2019. Kupovna moć u 2020. donekle je očuvana snažnim državnim subvencijama, što je spriječilo rast stope nezaposlenosti i pad zaposlenosti. Stoga očekivani oporavak neće donijeti snažniji rast zaposlenosti već će on prema našim očekivanjima biti oko 1%. Ipak, peti krug poreznih izmjena i porezno rasterećenje dohotka koje je u primjeni od početka godine, povećanje minimalne plaće i rast plaća u javnom sektoru u skladu s kolektivnim ugovorima državnih službenika i namještenika, doprinose očuvanju raspoloživog dohotka. Međutim, najveći poticaj za jačanje potrošačkog optimizma i posljedično tome rast potrošnje kućanstava dolazi iz percepcije normalizacije putovanja, budući da se preko 60 posto turističkih kapaciteta odnosi na privatni smještaj.

Zbog još uvijek velike uvozne ovisnosti pozitivni učinci inozemne potražnje umanjit će se očekivanim rastom uvoza roba pod utjecajem oporavka domaće potražnje i turizma. Državna potrošnja nastavit će rasti u 2021., dijelom zbog dogovorenog rasta plaća, a dijelom zbog rasta potreba zdravstvenog sustava. Hrvatska je u krizu 2020. ušla spremnija nego tijekom velike financijske krize u posljednjem desetljeću, ali razvojni model zasnovan na turizmu pokazao se vrlo rizičnim i krhkim. Sasvim je jasno da će zemlje s jakom i konkurentnom industrijom imati brži i stabilniji oporavak te da već ostvaruju veći potencijal rasta. Jednom kad kriza izazvana COVID-19 pandemijom završi, čimbenici koji zaista određuju uspješnost i razvoj pojedinih zemalja ponovno će doći u fokus. Visoka birokratizacija i visok udio države u gospodarstvu, niska konkurentnost i produktivnost te sve veće zaostajanje u inovativnim kapacitetima uteg su koji umanjuje otpornost te potencijalni rast hrvatskog gospodarstva. Dakle, sam oporavak u 2021. neće riješiti strukturne probleme koji još uvijek čekaju da budu riješeni. Snažnije institucionalno okruženje kroz jačanje efikasnosti i kvalitete javnih usluga te jačanje vladavine prava nužan su preduvjet za stvaranje povoljnog poslovnog okruženja te općenito za održiv rast i razvoj. U suprotnom, Hrvatska će i dalje polagano zaostajati za usporedivim tržištima i bivati ranjiva na neizbježne vanjske i nepredvidive šokove.

Zrinka Živković Matijević

Plaće (sij. – stu.)



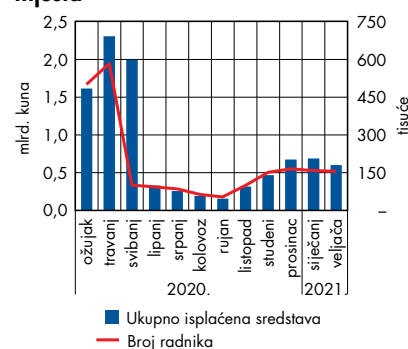
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Korisnici potpora za očuvanje radnih mjesta

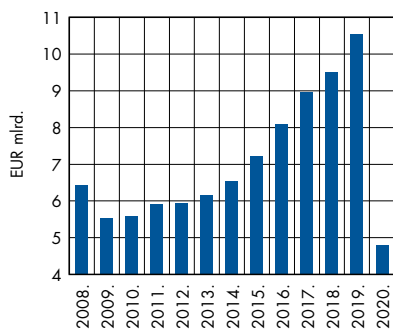


Izvori: HZZ, Raiffeisen istraživanja

Povratak negativnog salda na tekućem računu platne bilance

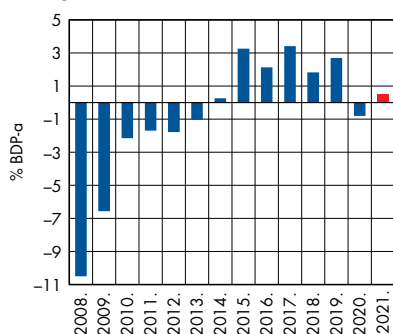
- U 2020. godini manjak na tekućem računu bilance plaćanja 0,8% BDP-a
- Očekivanje oporavka turizma i snažnijeg povlačenja EU sredstava

Prihodi od turizma



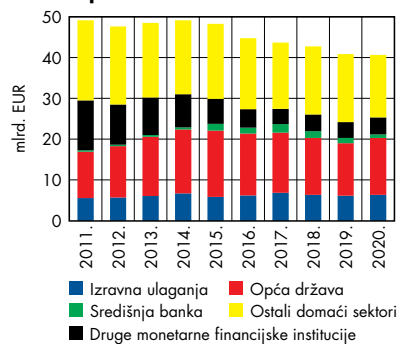
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug, na kraju razdoblja



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Manjak na tekućem računu platne bilance u posljednjem se tromjesečju 2020. suzio u odnosu na isto razdoblje godinu ranije uglavnom kao rezultat smanjenja manjka na računu roba koji je bio izraženiji od daljnjeg pogoršanja salda na podračunu usluga. Očekivano poboljšanje salda u četvrtom tromjesečju djelomično je nadoknadilo izrazito nepovoljna kretanja zabilježena u prvom dijelu 2020. Tako se u 2020. saldo na tekućem računu bilance plaćanja prvi put nakon 2013. vratio u negativno područje, na -0,8% BDP-a. Pri tome je pad neto izvoza usluga, uglavnom povezan s smanjenjem neto prihoda od turizma, bio glavni razlog pogoršanim kretanjima. Na razini cijele 2020. prihodi od turizma su se i više nego prepolovili. S druge strane, manjak u vanjsko-trgovinskoj razmjeni smanjio se i time ublažio snažniji pad. S padom robnog izvoza od 5,4% godišnje zbog naglog pada inozemne potražnje, pad robnog uvoza bio je još izraženiji (-10,7% na godišnjoj razini) uslijed smanjenja domaće osobne i investicijske potražnje. Nepovoljna kretanja tijekom 2020. ublažena su i smanjenjem neto izdataka na temelju prihoda od ulaganja i boljim korištenjem sredstava iz fondova EU. S druge strane, nakon pet godina kontinuiranog rasta, neto dohodak od doznaka zabilježio je pad.

U ovoj godini očekivani oporavak inozemne potražnje i turističkih aktivnosti trebao bi doprinijeti povratku viška na tekući račun. Svoja očekivanja temeljimo uglavnom na rastu neto izvoza usluga i većim priljevima europskog novca. Unatoč očekivanom poboljšanju, ukupni financijski rezultat u turizmu i dalje bi mogao biti na znatno nižoj razini u odnosu na pretkrizne godine pri čemu će trebati najmanje 2 godine da dosegne rekordnu razinu iz 2019. S druge strane, očekuje se pogoršanje na računima roba i primarnog dohotka.

Izvoz robe mogao bi značajno rasti, potaknut oporavkom potražnje od najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera, posebno iz euro područja. Međutim, visoka uvozna ovisnost i dalje će biti uteg snažnijim pozitivnim trendovima. Stoga očekujemo još snažniji rast uvoza robe, potpomognut oporavkom potrošnje kućanstava i investicija, a prije svega oporavkom izvoza roba i usluga. Ti bi čimbenici, zajedno sa znatno većom uvoznom bazom, mogli rezultirati padom vanjskotrgovinske bilance.

Pretpostavljeno pogoršanje stanja na primarnom računu bit će rezultat postupnog oporavka dobiti poduzeća u stranom vlasništvu, dok je pritisak sa strane kreditnih institucija smanjen. Hrvatska narodna banka donijela je Odluku o privremenom ograničenju raspodjele, koja, između ostalog, ograničava isplatu dividende barem do kraja rujna. Pretpostavljamo da će se odluka produljiti i primjenjivati tijekom cijele 2021. godine.

Suficiti na računima sekundarnog dohotka i kapitalnom računu mogli bi se znatno poboljšati zahvaljujući nastavku snažnijeg povlačenja sredstava EU-a, uglavnom iz prethodnog financijskog okvira kao i iz novog višegodišnjeg financijskog okvira 2021.–2027. te ostalih instrumenata (Next Generation EU, Fonda solidarnosti za obnovu područja pogođenih potresom). Ipak, kako za financijski

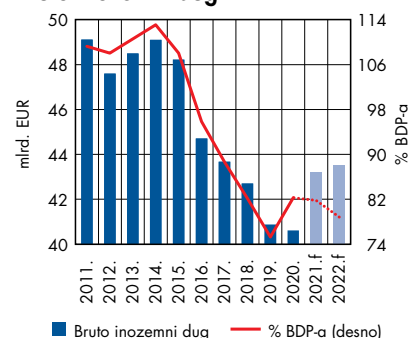
okvir 2021.–2027. tako i za fond Next Generation, očekujemo da će materijalni učinci biti vidljivi u godinama nakon 2021.

Kao negativni rizici naših očekivanja zasigurno su slabi projektni kapaciteti državne uprave gdje je upravo snaga u tom području potrebna za uspješnu i brzu apsorpciju europskih sredstava. Uz to, moguće pogoršanje ili duže trajanje nepovoljne epidemiološke situacije u cijeloj EU moglo bi rezultirati sporijim oporavkom od očekivanog i posljedično sporijim rastom izvoza usluga. Također je neizvjesno u kojoj bi mjeri pandemija mogla trajno promijeniti potrošačke navike povezane s međunarodnim putovanjima, što bi isto tako moglo promijeniti strukturne značajke domaćeg turizma s primjetnim učincima na financijski rezultat. Međutim, poboljšana epidemiološka slika i potencijalno jača dinamika cijepjenja u drugoj polovici 2021. pozitivni su rizici projekcije kretanja prihoda od turizma.

Tijekom 2020. dinamika pada bruto inozemnog duga značajno je usporila u odnosu na godine ranije najvećim dijelom kao rezultat inozemnog zaduživanja države, dok su drugi sektori poboljšali svoju inozemnu poziciju. Uz gotovo stagnaciju u apsolutnom iznosu, na kraju 2020. relativni pokazatelj bruto inozemne zaduženosti povećao na 82,7% BDP-a (+7,3pb u odnosu na kraj 2019.) kao rezultat gospodarskog pada odnosno pada nominalnog BDP-a.

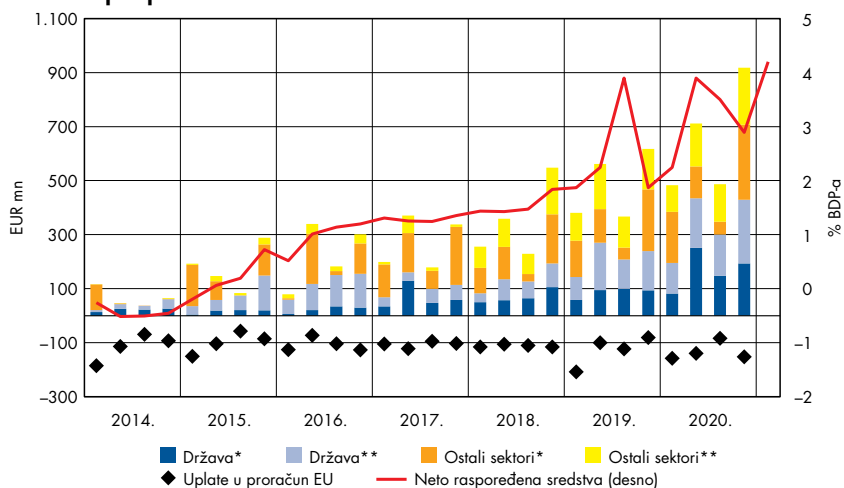
Elizabeta Sabolek Resanović

Bruto inozemni dug



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Transakcije s proračunom EU-a

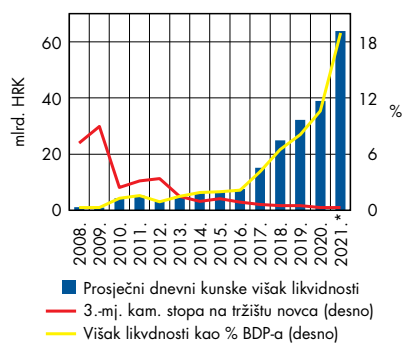


*tekući prihodi, **kapitalni prihodi; Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bez sezonske volatilnosti tečaja, barem za sada

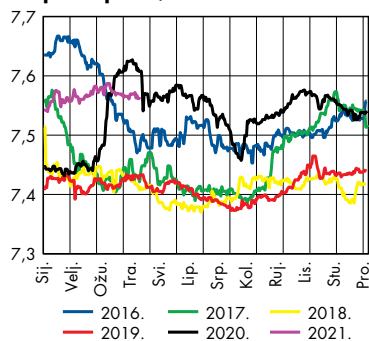
- Bez pomaka tečaja, nastavak rasta likvidnosti
- Lagano buđenje inflacije

Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti



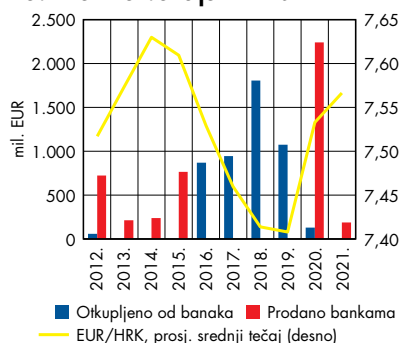
*do 18. siječnja 2021.
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Devizne intervencije HNB-a



* do 8. travnja 2021.
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Kroz gotovo cijelo prvo i na početku drugog tromjesečja nastavak neizvjesnosti uzrokovane pandemijom COVID-19 i odgođena normalizacija putovanja odnosno početak turističke sezone rezultirali su i zadržavanjem tečaja EUR/HRK na razmjerno visokim razinama, blizu 7,57 kuna za euro. Prosječni tečaj na tečajnici HNB-a za prvo tromjesečje iznosio je 7,567 kuna za euro i bio je 1,8% viši nego u prethodnom tromjesečju. Poticaj jačanju kune nije došao ni po priljevu deviza od izdanja euro obveznica niti iz EU fondova, budući da su se sredstva uglavnom konvertirala izravno kod središnje banke povećavajući tako iznos međunarodnih deviznih pričuva. One su sredinom travnja premašile 21 mlrd. eura, dosegnuvši razine posljednji puta zabilježene u listopadu 2019. U međuvremenu ESB i HNB dogovorile su produljenje linije za likvidnost u eurima tzv. valutnim swapom (engl. swap line) do kraja ožujka 2022. čime je HNB-u omogućena razmjena kuna zaduživanjem kod ESB-a do iznosa od 2 mlrd. eura. Naposljetku, iako značajnih pomaka tečaja nismo vidjeli već na početku drugog tromjesečja HNB je intervenirao na tržištu prodajom 190 mil. eura potvrđujući svoju predanost politici stabilnosti tečaja. I dok su prema našim očekivanjima srednjoročne do dugoročne prognoze određene paritetnim tečajem po kojem je Hrvatska ušla u ERM II kratkoročnu prognozu smo prilagodili trenutnim okolnostima. Naime, normalizacija putovanja ne može se očekivati prije lipnja pa u tom smislu ne treba očekivati priljev deviza i pritiske prema značajnijem padu tečaja. Ipak, s odmakom proljeća procijepljenost u Europskim državama trebala bi rasti, pandemija stabilizirati, a putovanja započeti. U takvim uvjetima prema kraju lipnja moguće je očekivati lagane pritiske na pad tečaja prema 7,50 kuna za euro. Donju granicu tečaja tijekom ljetnih mjeseci vidimo na 7,45 kuna za euro dok bi se prema kraju godine tečaj EUR/HRK u skladu sa sezonskim kretanjima trebao vratiti prema višim razinama. HNB je zadržao visoki stupanj ekspanzivnosti monetarne politike, osiguravajući povoljne uvjete financiranja na domaćem financijskom tržištu. Stoga pomaka u kamatnim stopama nismo vidjeli. Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti do sredine travnja približio se 64 mlrd kuna ili gotovo 20% BDP-a. Povećanju likvidnosti je pridonio i otkup deviza od države kao i smanjenje kunkskih depozita države kod HNB-a. Sasvim je izvjesno da će i tijekom narednih tromjesečja tržište obilovati likvidnošću, a kamatne stope stagnirati oko povijesno dosegnutih minimuma. Inflacija, mjerena indeksom potrošačkih cijena u veljači ove godine vratila se pozitivnim vrijednostima uslijed oporavka cijena energije koje zrcale kretanja cijena sirove nafte na svjetskim robnim tržištima. Uz blago jačanje inflacije u ožujku prvo tromjesečje zaključeno je s prosječnim godišnjim rastom cijena od 0,4%. Očekujemo da će prosječna cijena sirove nafte tipa Brent u drugom i trećem ovogodišnjem tromjesečju porasti iznad 70 dolara po barelu, a razina globalnih zaliha sirove nafte do kraja ove godine vratit će se na razine zabilježene prije pandemije COVID-19. Dakle lagani pritisci na rast cijena generirat će energija, dok bi povratak putovanja trebao potaknuti rast cijena usluga povezanih s turizmom. S druge strane rast cijena hrane će usporiti, dijelom pod utjecajem globalnog okruženja i normalizacija lanca opskrbe. Dakle, prosječna stopa inflacije zadržat će se tako ispod 1%.

Zrinka Živković Matijević

Godina visokih fiskalnih izazova

- 2021: u očekivanju smanjenja manjka proračuna i pada omjera javnog duga i BDP-a
- Rejting investicijski, barem za sada

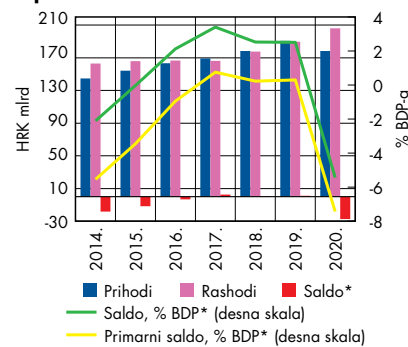
Travanjska EDP notifikacija potvrdila je snažno pogoršanje fiskalnih pokazatelja tijekom, pandemijske, 2020. godine uz manjak proračuna opće države od 27,5 mlrd kuna ili 7,4% BDP-a. Iako nešto bolje od očekivanja, zamjetno pogoršanje fiskalne metrike posljedica je krize izazvane pandemijom COVID-19 u kojoj je zbog snažnog pada gospodarstva došlo do dvoznamenkastog pada prihoda uz istovremeni rast rashoda opće države. Ukupni prihodi konsolidirane opće države u 2020. godini iznosili su 178,5 mlrd. kuna te su na godišnjoj razini zabilježili pad od 12,5 mlrd. kuna odnosno 6,5%. Istovremeno su ukupni rashodi ostvareni u iznosu od 205,9 mlrd. kuna zabilježili godišnji rast od 11,3 mlrd. kuna, odnosno 8,6%. EDP izvješćem potvrđen je već prethodno objavljen podatak o javnom dugu koji je tijekom prošle godine porastao 36,8 mlrd kuna (12,6%) dosegnuvši povijesno najvišu vrijednost od 329,7 mlrd kuna. Omjer javnog duga u odnosu na BDP dosegnuo je 88,7% što je 15,9 postotnih bodova više u odnosu na kraj 2019.

Očekujemo kako bi se omjer duga opće države i BDP-a u ovoj godini trebao vratiti na silaznu putanju. Iako je prvotni plan Ministarstva financija bio zadovoljiti kriterije iz Pakta o stabilnosti i rastu u pogledu proračunskog manjka, što znači deficit proračuna opće države unutar 3% BDP-a te održiva dinamika pada javnog duga, već u ovoj godini rast proračunskih zahtjeva, pri čemu posebno treba naglasiti snažan rast duga zdravstvenog sustava, usporit će planiranu dinamiku. Visoke financijske potrebe proračunskih i izvanproračunskih korisnika koji ulaze u obuhvat duga opće države zadržat će stanja javnog duga na istim ili čak blago višim razinama u odnosu na 2020. Međutim, uz očekivani početak gospodarskog oporavka i umjeren rast gospodarstva omjer javnog duga u odnosu na BDP trebao bi se spustiti na razine oko 87,5%. Nakon toga, u narednim godina očekujemo daljnji pad relativnog pokazatelja javnog duga uz blago ubrzanje dinamike pada. Manjak proračuna opće države trebao bi se suziti na oko 4,2% BDP-a uz daljnje poboljšanje te vraćanje na razine unutar Maastrichških kriterija tijekom 2022. godine.

Vlada planira, u godinama koje slijede, javne potrebe velikim dijelom financirati europskim novcem. Obzirom da je Hrvatska zbog krize uzrokovane pandemijom ponovo postala visoko (pre)zadužena država, u tom smislu ohrabruje nastojanje da se država u financiranju svojih potrebe što više osloni na sredstva iz fondova i ostalih instrumenata EU. Prvi korak u tom smislu već je učinjen izradom Nacionalnog programa oporavka i otpornosti 2021.–2023. (NPOO) što je bio uvjet za korištenje sredstava iz Europskog mehanizma za oporavak i otpornost.

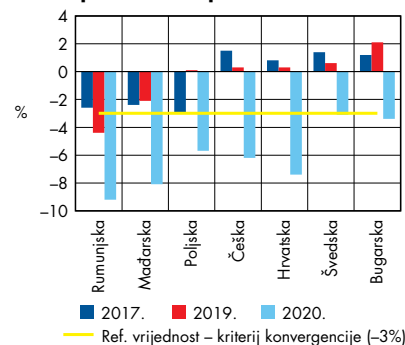
Europski fond za oporavak i otpornost vrijedan je 750 mlrd. eura, a predviđena alokacija za Hrvatsku je vrlo izdašna, na razini oko 13% hrvatskog BDP-a za bespovratna sredstva (6,3 mlrd eura) te oko 7% BDP-a za povoljne zajmove i garancije (3,6 mlrd. eura). Tijekom ove godine moguće je povući do 13% sredstava dok do kraja 2022. treba ugovoriti 70% sredstava. Nadalje, do kraja 2023. treba ugovoriti ostatak sredstava, pri čemu povlačenje sredstava može trajati još tri godine, do kraja 2026. Uz to, Hrvatskoj su na raspolaganju sred-

Opća država*



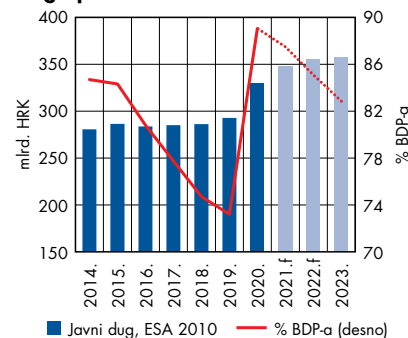
* konsolidirana opća država, ESA 2010
Izvori: EDP izvješćaj, DZS, Raiffeisen istraživanja

Saldo proračuna opće države



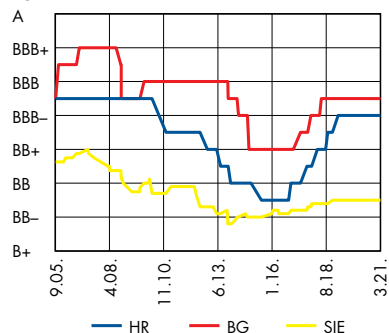
Izvori: Eurostat, Izvješće o konvergenciji, Raiffeisen istraživanja

Dug opće države



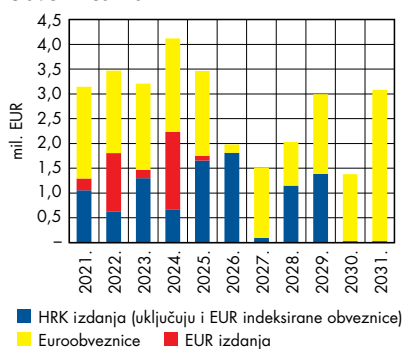
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Kretanje rejtinga Hrvatske i Bugarske*



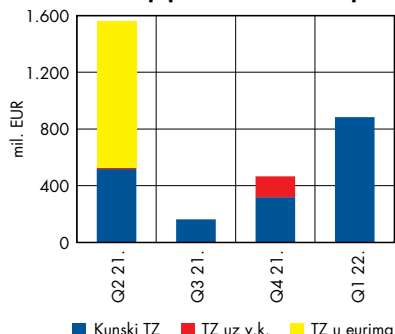
* S&P SIE prosjek rejtinga Albanije, Makedonije, Crne Gore, Rumunjske, Srbije uključujući pozitivne ili negativne izgledne označene sa 0,5 bodova
Izvori: Thomson Reuters, S&P, RBI/Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Preostala dospijeca trezorskih zapisa



*glavnica i kamate
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

stava iz redovnog EU proračuna iz prethodnog financijskog okvira (5–6 mlrd eura) te iz novog višegodišnjeg okvira 2021.–2027. (oko 10 mlrd eura). Ovdje je važno i naglasiti da Mehanizam za oporavak i otpornost, za razliku od redovnih “klasičnih” EU fondova, ne uključuju nacionalnu komponentu sufinanciranja u EU projektima.

Sažetak nacrtu NPOO-a donosi šest ključnih područja plana, pri čemu je vidljivo da se alokacija ukupnog budžeta najvećim dijelom odnosi na područje gospodarstvo i zelena tranzicija (alokacija 54%), dok preostali dio otpada na područja Javne administracije, pravosuđe i državne imovine (10%), Obrazovanje, znanosti i istraživanja (15%), Tržište rada i socijalna zaštita (4%), Zdravstvo (5%), te Obnova zgrada (12%). Kako u NPOO-u nema jasnog razrađene strukture koliko Vlada očekuje da će bespovratnih sredstava završiti u privatnom sektoru možemo zaključiti kako će najveći dio novca otići u javni sektor, a potom će privatni sektor putem javnih nabava pokušati doći i do “svog dijela kolača”. Sada, ključno pitanje ukoliko želimo brzi oporavak gospodarske aktivnosti od krize uzrokovane pandemijom COVID-19, stoji kako će se ta sredstva povlačiti i kamo će se usmjeravati. U ovoj se priči ponovo javlja odranije znana boljka – nedostatnost projektnih i administrativnih kapaciteta našeg javnog sektora.

Međutim, bez obzira na potencijalne prepreke i slabosti, priliku koja će Hrvatskoj omogućiti financiranje visokih potreba javnog sektora europskim novcem i na taj način staviti fiskalnu metriku pod kontrolu nikako ne bismo smjeli propustiti. Izrazito je to važno i u kontekstu zadovoljavanja uvjeta za uvođenje eura što ostaje jedan od osnovnih i prioritetnih Vladinih ciljeva.

U razdoblju pred nama Vlada će objaviti Program konvergencije s makroekonomskim i fiskalnim projekcijama koje će biti osnova za rebalans proračuna kojeg možemo očekivati u lipnju. Rebalansom bi se u prvom redu trebala predvidjeti sredstva za ogromne dugove zdravstva. Proračun će uključivati i financijsku potporu koja bi trebala svesti rokove plaćanja bolnica na 180 dana te ljekarni na 120 dana, pri čemu je plan da se spomenuta dinamika i ročnost održe do kraja tekuće godine. U samom rebalansu proračuna, jednokratna isplata iznositi će 135 mil. kuna prema ljekarnama te 760 mil. kuna prema bolnicama. Trenutna dinamika rasta dugova zdravstva iznosi preko 400 mil. kuna mjesečno. Sljedeći korak je reformski iskorak kojime bi se suzbilo daljnje akumuliranje obveza. U tom slučaju, svi rokovi plaćanja sveli bi se unutar zakonskog okvira od 60 dana. Pri tome, procjene kretanja BDP-a unutar novih ekonomskih projekcija vjerojatno će biti podignute na više, uz pogoršane projekcije proračunskog deficita u odnosu na ranija predviđanja. Očekujemo kako će Vlada nastojati u najvećoj mjeri djelovati na rashodnu stranu proračuna kako bi se zaustavilo daljnje pogoršanje fiskalnih pokazatelja odnosno javni dug vratio na održivu putanju. I dok pandemija COVID-19 ostaje gorući problem, fiskalna disciplina trebala bi ostati visoko na ljestvici Vladinih prioriteta obzirom na aspiraciju za usvajanjem eura. Obzirom da kreatori ekonomske i monetarne politike žele omogućiti ulazak u euro područje već u 2023. to zahtijeva i visoku razinu fiskalne odgovornosti. Očekujemo kako navedena nastojanja potaknuti i proaktivnije djelovanje u provođenju odavno znanih i vrlo nužnih strukturnih reformi na području zdravstvenog kao i demografskog, socijalnog, obrazovnog i mirovinskog sustava.

Na obvezničkim tržištima, nakon uspješnog izdanja 2 mlrd eura euroobveznica

kroz dvije tranše (dospijeca 2033. i 2041) krajem veljače, u srpnju slijedi dospijeće 6 mlrd. kuna domaće obveznice. Uz obveze po domaćim i inozemnim kreditima u 2021. je na dospijeću i gotovo 23 mlrd. kuna trezorskih zapisa koja uključuju i 1 mlrd. eura trezorskog zapisa čije je dospijeće u svibnju. Dospjele obveze po trezorcima država će vjerojatno, kao i do sada, namiriti znavljanjem dok u drugoj polovici godine očekujemo izdanje na lokalnom obvezničkom tržištu koje bi, zbog rastućih potreba moglo biti značajno izdašniji od obveznica koje dospijevaju u srpnju. Uz povijesno visoku razinu likvidnosti u sustavu, sa strane potražnje, snažan interes od strane velikih tržišnih igrača, uglavnom institucionalnih investitora neće niti ovaj puta izostati obzirom na velike apetite i potrebu za plasiranjem likvidnosti akumulirane u bilancama. Razina dodatnih zaduživanja, što je najavljeno i iz Ministarstva financija za potrebe zdravstvenog sustava bit će poznata objavom rebalansa proračuna.

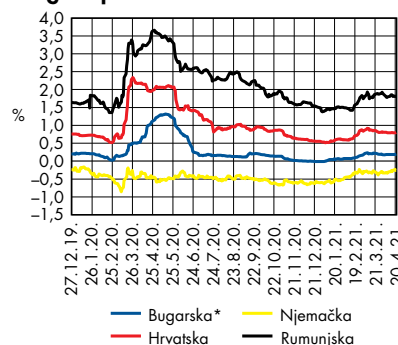
Sredinom svibnja na rasporedu Moody's agencije je revizija kreditnog rejtinga Hrvatske, a tjedan kasnije slijedi i revizija od strane Fitcha. U ovoj godini ne očekujemo da će se agencije odlučiti za bilo kakav korak te očekujemo zadržavanje rejtinga Hrvatske na investicijskoj razini. Podsjetimo Moody's je u studenom 2020. povisila kreditnu ocjenu Hrvatske na jednu razinu ispod investicijske dok, S&P i Fitch drže Hrvatsku u investicijskom razredu.

Međutim, u pesimističnom scenariju koji podrazumijeva ne ispunjenje fiskalnih kriterija odnosno potencijalno značajno pogoršanje proračunskog manjka i javnog duga, nemogućnost ispunjavanja kriterija iz Pakta o stabilnosti i rastu, jednom kad se ponovo aktivira, vratila bi Hrvatsku korak unatrag, ponovo u proceduru prekomjernog proračunskog manjka. To bi se negativno odrazilo i na kreditni rejting države, a zasigurno bi odgodilo i uvođenje eura. U takvom scenariju, prinosi na obvezničkim tržištima, koji je i dalje zadržavaju na povijesno niskim razinama, kretali bi se uzlaznom putanjom te bi rast premije rizika otežao pristup povoljnijim izvorima financiranja.

Na domaćem tržištu obveznica, manjak vrijednosnica na strani ponude i ekspanzivna monetarna politika središnje banke zadržavaju prinose na niskim razinama. Pri tome želimo napomenuti kako u slučaju izraženijih turbulencija na tržištu i porasta rizika te neočekivanog skoka potreba za financiranjem ne isključujemo mogućnost ponovnog uključivanja središnje banke, odnosno nastavak kvantitativnog popuštanja otkupom obveznica kroz operacije fine prilagodbe, što će prinose i dalje zadržavati na niskim razinama. Kuskim izdanjima trguje se uz prinos oko 30 baznih bodova niže od eurske krivulje prinosa. Hrvatske euroobveznice, u skladu s globalnim kretanjima i kretanjima u regiji zabilježile su tijekom prvog tromjesečja rast prinosa (10-god izdanje s 0,6 na 0,9%). Takva razina prinosa čini naša inozemna izdanja vrlo atraktivnim u usporedbi s ostalim međunarodnom izdanjima. Primjerice, desetogodišnji portugalski prinos kreće se oko 0,4%. U slučaju pogoršanja rejtinga RH moguće je očekivati pomak 20 do 40 baznih bodova na više. S druge strane, izvjesno uvođenje eura značilo bi poboljšanje kreditnog rejtinga, pad prinosa i sužavanje spreadova. Oba scenarija nisu izgledan tijekom 2021. godine ali već na početku 2022. godine bit će jasnije u kojem smjeru ide Hrvatska.

Elizabeta Sabolek Resanović

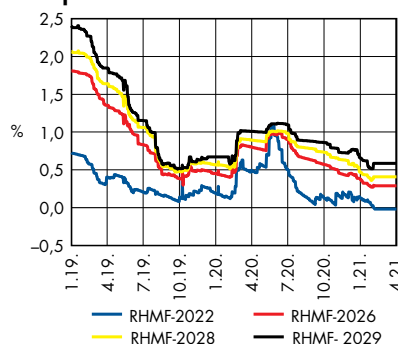
10-god. prinosi



* dospijeće 2028.

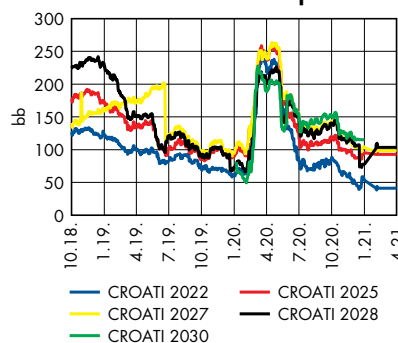
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

HRK prinosi



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Spread hrvatskih euroobveznica u odnosu na referentna izdanja

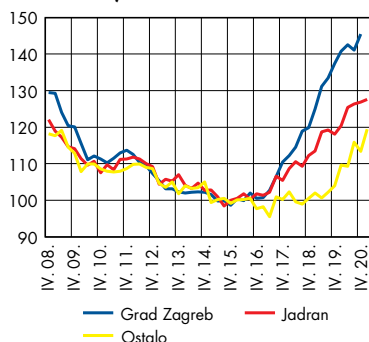


Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Zagreb i Jadranska obala – predvodnici rasta cijena

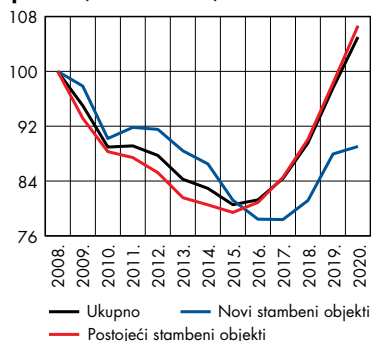
- U 2020. cijene dostigle razine iz 2008.
- Očekujemo nastavak konvergencije cijena prema razinama EU

Indeks cijena stambenih nekretnina (2015. = 100)



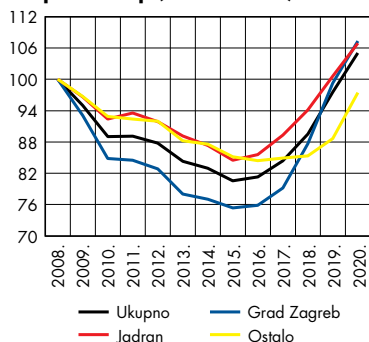
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

ICSN novih i postojećih stambenih objekata (2008. = 100)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

ICSN po lokaciji (2008. = 100)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Promatrano povijesno, globalna financijska kriza 2008. godine negativno se odrazila i na kretanja na hrvatskom tržištu nekretnina. Nakon razdoblja značajnog rasta cijena od 2000. do 2008. godine, izuzev 2011. kada je zabilježen blagi godišnji rast, cijene stambenih nekretnina kontinuirano su padale od 2009. do 2015. godine. Oporavak cijena započeo je 2017. godine, a najznačajniji rast zabilježen je na postojećim stambenim objektima. Tijekom posljednjih godina cijene su se nastavile oporavljati ubrzanim stopama rasta, a likvidnost se kontinuirano poboljšavala. Rast cijena stambenih nekretnina bio je podržan rastom cijena stanova u Zagrebu gdje se tijekom 2018. i 2019. zabilježene dvoznamenkaste godišnje stope rasta kao i rastom cijena nekretnina na Jadranu gdje je pak osnovni pokretač povećane potražnje i rasta cijena turistička aktivnost.

Prema posljednjim dostupnim podacima, tijekom 2020. rast cijena stambenih nekretnina je nastavljen iako nešto sporijom dinamikom u odnosu na 2019. te je po prvi puta premašena razina iz pred krizne 2008. godine. Pri tome napominjemo da se radi o prosječnim cijenama na razini cijene Hrvatske. Rast cijena i tijekom 2020. zasigurno je posljedica dugogodišnjeg razdoblja izrazito visoke likvidnosti, niskih kamatnih stopa te nepromijenjenih očekivanja glede budućih alternativnih ulaganja. Također, provedba programa državnih subvencija za stambene kredite za mlade, koji u početnom razdoblju olakšava otplatu kredita i čini nekretnine pristupačnijima kontinuirano pridonosi rastu potražnje i cijena.

Međutim, unatoč stalnom rastu likvidnosti, kada Hrvatsku stavimo u nešto širi kontekst i promatramo kretanje cijena stambenih nekretnina s usporedivim zemljama u okruženju jasno je da je Hrvatska daleko od usporedivih zemalja, u kojima su se cijene značajno oporavile od globalne krize, te da je Hrvatska zapravo na začelju dok su cijene tek prošle godine dosegnule pred krizne razine.

Analizom tržišta stambenih nekretnina u Hrvatskoj dolazi se do još jedne značajne karakteristike hrvatskog nekretninskog tržišta. Kada uspoređujemo zemlje u okruženju, ali i s prosjekom EU, hrvatsko tržište nekretnina karakterizira izuzetno visoka razina vlasništva nekretnina uz relativno nisku razinu hipoteka ili zajma na tim nekretninama. U tome vjerojatno leži i razlog odlukama o kupnji dodatne nekretnine kao prilike za ulaganje. Posebno je to izraženo u glavnom gradu kao i diljem Jadranske obale, a osnovni motiv u pravilu je dodatni izvor prihoda – u većini slučajeva vođeni uglavnom razvojem turizma i očekivanjima oko dodatnih prihoda od iznajmljivanja.

Dubljom analizom strukture i kretanja jasno su uočljive velike specifičnosti i posebnosti hrvatskog tržišta nekretnina. Naime osnovno obilježje hrvatskog tržišta nekretnina je iznimna segmentacija tržišta i izražena divergencija cijena, što je važno uzeti u obzir prilikom analize tržišnih kretanja i predviđanja budućih trendova. Naime, činjenica je da postoje značajna odstupanja između cijena stanova u pojedinim županijama, kao i gradovima unutar iste županije. Razlike u cijenama također se odražavaju na razini lokacije unutar pojedinog grada, a

određene su kvalitetom mikro lokacije i specifičnostima same nekretnine. Primjerice, u Zagrebu je u određenoj gradskoj četvrti (npr. Medveščak) prosječna tražena cijena kvadrata stanova bila gotovo 2.300 eura u prvih 9 mjeseci 2020., dok je u dalmatinskim gradovima bila čak i viša te je dosegla gotovo 3.000 eura u Dubrovniku u istom razdoblju. Na istoku zemlje situacija je potpuno obrnuta. Slavonija je prazna, mladi se iseljavaju, kuće s cijelim imanjima prodaju se po nižim cijenama ili u besćenje. Ovdje je važno napomeni da su prilikom analize cijena korištene srednje vrijednosti dok su ekstremne vrijednosti izuzete, a koje bi zasigurno u pojedinim područjima činile prosjek mnogo višim.

Promatrajući srednje cijene stanova po županijama, vidljivo je da Grad Zagreb i svih sedam jadranskih županija zauzimaju prvih osam mjesta. Osim gore spomenute osnovne segmentacije cijena na kvaliteti imovine i mikrolokaciji u određenom gradu, na kretanje cijena na Jadranu i u Zagrebu uglavnom utječu razvoj turizma, gdje se, između ostalog, kupnja nekretnine percipira kao dobar način ulaganja.

Prema istraživanju Ekonomskog instituta objavljenog u njihovoj godišnjoj publikaciji "Pregled tržišta nekretnina RH 2019." kada govorimo o pristupačnosti nekretnina, indeks pristupačnosti, koji pokazuje medijan cijene stambenih nekretnina u odnosu na prosječnu neto plaću, sugerira da je u područjima s višim cijenama po kvadratnom metru indeks veći što znači nižu pristupačnost nekretnine. Međutim, prije donošenja određenih zaključaka ovdje treba ostati vrlo oprezan pri opisivanju kretanja indeksa pristupačnosti jer indeks u izračun uzima prosječnu neto plaću, što u Hrvatskoj nije uvijek realan pokazatelj raspoloživog dohotka. Naime, prihodi od najma u mnogim dijelovima Hrvatske značajno povećavaju raspoloživi dohodak i čine često kupnju nekretnina pristupačnijom.

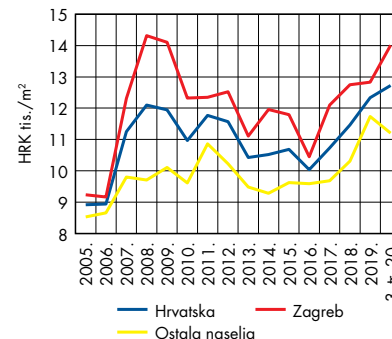
COVID-19 kriza

Kriza uzrokovana pandemijom COVID-19 za sada nije negativno utjecala na tržište nekretnina iako u prvoj polovici 2020., negativni trendovi nisu zaobišli ni građevinski sektor. Prema posljednjim dostupnim podacima agencije Njuškalo (za prvih devet mjeseci 2020. godine, tražene cijene) visoka segmentacija cijena, uglavnom definirana lokacijom i kvalitetom, ostala je glavno obilježje kretanja pri čemu se rast cijena nastavio u većini županija uz naglašene ranije spomenute specifičnosti hrvatskog tržišta nekretnina.

Potresi

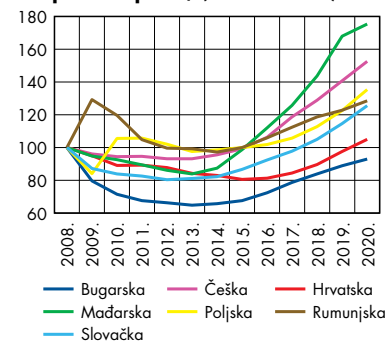
Smatramo kako potres koji je u ožujku 2020. godine pogodio Zagreb i okolna područja Zagreba neće imati utjecaja na kretanje cijena nekretnina, već očekujemo kako će postojeća segmentacija biti još izraženija. Pri tome mislimo kako će, a to se već i događa, nove i kvalitetnije nekretnine doći u fokus i vjerojatno će zabilježiti dodatni rast cijena. Naime, prema istraživanjima Hrvatske narodne banke iako je potres koji je pogodio Zagreb i okolice doveo do smanjenja vrijednosti stambenog fonda, ne očekuje se da će imati izravan utjecaj na kretanje cijena. Zbog pada broja korisnih stambenih jedinica, tj. smanjenja opskrbe stambenim objektima, moguće je da je potres pridonio rastu cijena stambenih jedinica u Zagrebu i okolici. Kada govorimo o potresu u Sisačko-moslavačkoj županiji, niska likvidnost na ovom području s jednom od najnižih razina BDP-

Prosječne cijene prodanih novih stanova



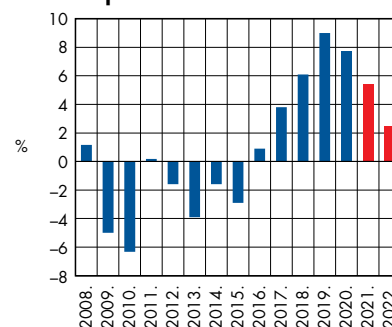
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

ISCN po zemljama, (2008. = 100)



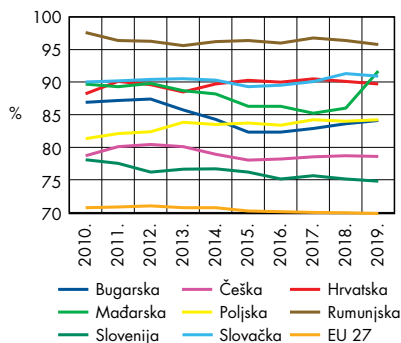
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Indeks cijena stambenih nekretnina



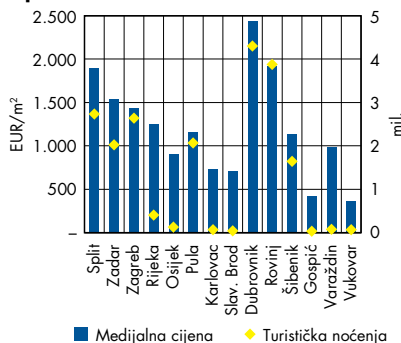
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Vlasništvo nekretnine



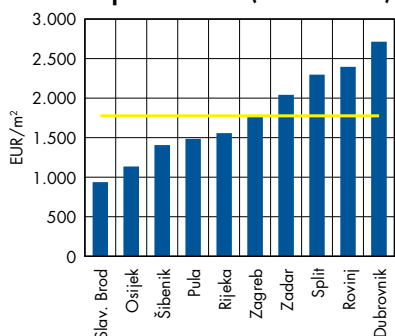
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Turizam i najam – pokretači rasta cijena, 2019.



Izvori: DZS, EIZG, Raiffeisen istraživanja

Tražene cijene stanova (I.–IX. 2020.)*



* ne uključuje ekstremne vrijednosti
Izvori: Njuškalo, Raiffeisen istraživanja

a po stanovniku u toj županiji neće utjecati na kretanje cijena u nadolazećem razdoblju.

Ipak, imamo pozitivna očekivanja od doprinosa obnove Zagreba rastu aktivnosti na tržištu nekretnina, ali i u građevinskom sektoru u cjelini. Za očekivati je da će obnova Grada Zagreba, osim izravnih učinaka na rast djelatnosti u građevinskom sektoru, imati i neizravne učinke na rast djelatnosti u ostalim sektorima i pridonijeti ukupnom gospodarskom rastu.

Očekivanja

Prema našim očekivanjima kretanja na tržištu nekretnina tijekom ove godine ne bi se trebala značajnije razlikovati od onih iz 2020. U našem osnovnom scenariju, koji uključuje početak oporavka u ovoj godini, ne očekujemo da će kriza COVID-19 imati značajan nepovoljan utjecaj na građevinski sektor i tržište nekretnina. Očekujemo nastavak rasta indeksa cijena stambenih nekretnina iako nešto sporijom dinamikom u odnosu na razdoblje iza nas. Naša očekivanja podupiremo i nastavkom razdoblja vrlo niskih kamatnih stopa na štednju, što za neke ulagače, uzimajući u obzir sklonost najmu, kupnju nekretnina čini poželjnom investicijom. Povećanu potražnju i rastuće cijene podržava i dalje visoka razina likvidnosti, kao i konvergencija cijena stambenih nekretnina k prosjeku EU.

S druge strane, za očekivati je da će se sami trendovi na tržištu nekretnina promijeniti. Tako, na primjer, očekujemo rast potražnje za obiteljskim kućama s okućnicom kao rezultat pandemije odnosno ekonomskih i ostalih restrikcija gdje je vrijeme tzv. *lockdown*-a lakše provoditi u takvim okruženjima. Nadalje, uslijed globalnih promjena koje je sa sobom donijela pandemija, Jadranska obala postala je još popularnija, jer je Hrvatska automobilsko odredište za velik broj građana EU-a. Konačno, kontinuirana potražnja za potporom mladim obiteljima putem subvencioniranih stambenih kredita (APN) potaknula je očekivani nastavak rasta građevinske aktivnosti, pružajući tako dodatni zamah in tržištu nekretnina. Podaci da su cijene nekretnina porasle za oko 16% od 2017. do 2019. godine potvrđuju povećanu potražnju, a prema analizama HNB-a, subvencije su podigle cijene za otprilike četiri postotna boda. Državne subvencije na stambene kredite mogle bi rezultirati daljnjim rastom potražnje i blagim pritiskom na rast cijena u sljedećim mjesecima.

U srednje do dugoročnoj perspektivi kretanje cijena nekretnina bit će određene prvenstveno demografskim trendovima, snagom gospodarstva i naravno, turističkom aktivnosti. Revitalizacija potresom pogođenih područja, kao i ostalih dijelova Hrvatske, podržava očekivanja nastavka rasta cijena u središnjem dijelu Hrvatske, dok će cijene na obali određivati trendovi u turizmu. Zagreb kao glavni grad također će bilježiti nastavak rasta cijena nekretnina.

Negativni rizici usko su povezani s dugotrajnim negativnim ekonomskim kretanjima produljenje pandemije i snažnim nepovoljnim utjecajem na tržište rada. Ukoliko se nepovoljna epidemiološka slika nastavi to može dovesti u pitanje uspješnost turističke sezone i snažno nepovoljno utjecati na tržište nekretnina. Isto tako, iako su banke na početku pandemije uvele moratorije na otplate zajmova, ukoliko se situacija ne popravi, mnogi će vlasnici imati problema s otplatom kredita, što bi također moglo izravno utjecati na tržište nekretnina.

Fed i ESB – nastavak ekspanzivne monetarne politike

- Fed zadržao očekivanja o kamatnim stopama
- ESB potvrdila dosadašnji stav monetarne politike

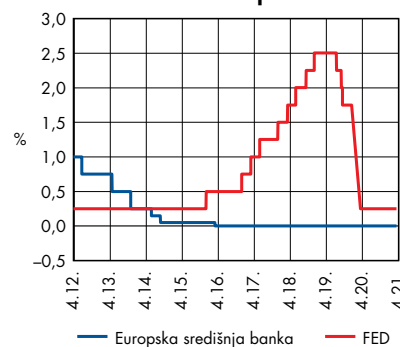
Na posljednjem zasjedanju FOMC-a zadržana su očekivanja o kamatnim stopama, unatoč značajno pozitivnijim gospodarskim izgledima. Međutim, gotovo da nije bilo komentara o nedavnoj dinamici prinosa i njihovim implikacijama na monetarnu politiku. Prema riječima Feda, sve dok su financijski uvjeti akomodativni, rastući prinosi *Treasury* izdanja nisu razlog za zabrinutost oko monetarne politike. Stoga, vjerojatnost Fedovog dodatnog poticaja, usmenog ili aktivnog, procjenjujemo kao nižu u odnosu na početak godine. Strmija krivulja prinosa usko je povezana s povećanom neizvjesnošću u monetarnoj politici i izgledima oko inflacije. SAD pokazuje jasne znakove bržeg oporavka od korona krize nego što se očekivalo. To je djelomično potaknuto i ekspanzivnom fiskalnom politikom pod predsjednikom Bidenom.

Očekujemo da će Fed najaviti smanjenje neto kupnje imovine (tzv. *tapering*) u drugoj polovici 2021. i početi sa smanjivanjem početkom 2022. Što se tiče monetarne politike u SAD-u, ostajemo pri našim očekivanjima o prvom povećanju kamatne stope u 2024., pri čemu ne isključujemo mogućnost i ranijeg podizanja čija se vjerojatnost donekle povećala posljednjih mjeseci, što se odražava i u tržišnim cijenama.

U euro području će svaki izlazak iz spleta ultra ekspanzivnih mjera monetarne politike biti puno sporiji i neodlučniji nego u SAD-u. Na sastanku u travnju ESB-a je potvrdio svoj stav ekspanzivne monetarne politike. Tijekom drugog tromjesečja, povećat će se volumeni kupnje obveznica. Na taj način središnja banka želi usidriti realne prinose obveznica na trenutnoj niskoj (negativnoj) razini. Referentne kamatne stope trebale bi ostati na trenutnoj razini ili niže dok se inflacija ne bude održivo kretala prema ciljanom rasponu ESB-a. Kupnje vrijednosnih papira prema APP-u trebale bi trajati neposredno do prvog povećanja kamatnih stopa. Otkupi obveznica kupljenih u okviru APP-a trebali bi se u potpunosti reinvestirati još dugo nakon datuma prvog povećanja kamatne stope. Program PEPP (*Pandemic emergency purchase programme*) nastavit će se sve dok Upravno vijeće ESB-a ne zaključi da je period korona krize završen, najmanje do ožujka 2022. (s mogućnošću produljenja). Obveznice kupljene u okviru PEPP-a bit će (prema trenutnom planu) reinvestirane barem do kraja 2023. (potencijalno produljenje PEPP programa mogao bi i ovaj datum pomaknuti najmanje do 2024.).

Utjecaj monetarne politike središnjih banaka na referentne prinose još će dugo ostati vodeća tema na financijskim tržištima. Uz neto kupnju imovine, vjerujemo da će "učinci zaliha" nagomilanih kvantitativnim popuštanjem kao i nadolazeće ponovno reinvestiranje portfelja središnje banke igrati sve značajniju ulogu u narednim mjesecima i godinama. Rasprava o skorom monetarnom stezanju u SAD-u ne bi trebala skrivati činjenicu da će to dovesti samo do smanjenja mjesečnih neto kupnji imovine, ali ne i do smanjenja Fedove bilance. Fedova bilanca nastavit će rasti, čak i kao postotak uvrštenih državnih obveznica, što znači da će kvantitativno popuštanje još dugo vremena imati snažan utjecaj na silazni trend kretanja kamatnih stopa u SAD-u.

Referentne kamatne stope



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Očekivanja ESB-a (ožujak)

	2021.	2022.	2023.
BDP	4,0	4,1	2,1
prethodno (prosinac)	3,9	4,2	2,1
Stopa inflacije	1,5	1,2	1,4
prethodno (prosinac)	1,0	1,1	1,4
Stopa nezaposlenosti	8,6	8,1	7,6
prethodno (prosinac)	9,3	8,2	7,5

Napomena: Rast BDP-a i stope inflacije odnose se na god. promj. Korišteni su sezonski i kalendarski podaci
Izvori: ESB, Raiffeisen istraživanja

Očekivanja FOMC-a (ožujak)

	2021.	2022.	2023.
BDP	6,5	3,3	2,2
prethodno (prosinac)	4,2	3,2	2,4
Stopa inflacije	5,0	4,2	3,7
prethodno (prosinac)	1,8	1,9	2,0
Stopa nezaposlenosti	4,5	3,9	3,5
prethodno (prosinac)	5,0	4,2	3,7

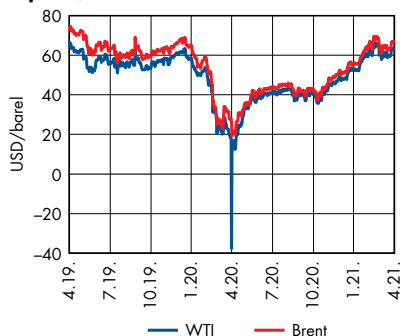
Napomena: Projekcije predstavljaju medijan članova FOMC-a. Rast BDP-a i stope inflacije odnose se na god. promj.
Izvor: FED, Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Marko Barbić

Rast cijena sirove nafte podržan smanjenom proizvodnjom

- Saudijska Arabija u travnju nastavila smanjenje proizvodnje od 1 mb/d
- Unatoč skoku cijena, izgledi za rast američke proizvodnje u kratkom roku i dalje niski

Cijene sirove nafte (isporuka sljedeći mjesec)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja ponude i potražnje za sirovom naftom

	19.	20.	21.e	22.f
Globalna ponuda (mb/d)	100,3	94,1	94,9	99,9
OPEC	34,6	30,6	31,2	33,7
Rusija	11,6	10,6	10,3	11,3
SAD	17,1	16,5	16,3	17,2
Ostali	37	36,4	37	37,5
Globalna potražnja (mb/d)	100	91,3	96,4	99
Globalne zalihe, kraj godine (mb/d)	4,949	5,975	5,419	5,739

Izvor: IEA, US EIA, RBI/Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja cijena sirove nafte

	II. 2021.	III. 2021.	IV. 2021.
Brent, dolara po barelu, prosjek	72,5	70	67,5
Brent, dolara po barelu, kraj razdoblja	72	68	65

	2021.e	2022.f	2023.f	2024.f	2025.f	Dugoročno
Brent, dolara po barelu, prosjek	67,6	67,5	62,5	60	60	60
Brent, dolara po barelu, kraj razdoblja	68,8	67,5	65	60	60	60

Izvor: IEA, US EIA, RBI/Raiffeisen istraživanja

Na posljednjem sastanku OPEC-a koji se održao **1. travnja**, naglašeni su aktualni pozitivni doprinosi Deklaracije o suradnji (DOC) u potpori rebalansu globalnog tržišta sirova nafte. Poduzeti ishodi u skladu su s odlukama donesenima na 10. (izvanrednom) ministarskom sastanku OPEC-a, održanom 12. travnja 2020., kako bi se smanjila ukupna proizvodnja sirove nafte. Ministri su sa zahvalnošću istaknuli vrijednost razboritog političkog pristupa Saudijske Arabije po pitanju održavanja dodatnih dobrovoljnih smanjenja proizvodnje od 1 mb/d u travnju 2021., nastavivši smanjenje treći mjesec zaredom. Očekivanja tržišta poduprta su snažnim rastom cijena sirove nafte od siječnja što je, između ostalog, utjecalo na smanjenje rizika od djelomičnog povratka američke proizvodnje odnosno eksploatacije nafte iz škriļjevca. Međutim, saudijski ministar nafte nagovijestio je da bi vremena brzog povratka američke nafte iz škriļjevca mogla biti gotova, što bi, po našem mišljenju, mogao biti glavni razlog odluke OPEC-a o proizvodnji sirove nafte za travanj. OPEC je također napomenuo da, iako se uvjeti na naftnom tržištu poboljšavaju, u kratkom roku postoji niz nesigurnosti za oporavak potražnje za sirovom naftom, zbog čega su zemlje članice OPEC-a i podržale oprezan pristup ublažavanju.

Predanost OPEC-a po pitanju smanjenja opskrbe naftom potaknula nas je na reviziju prognoza cijena nafte na više. Vjerujemo da su, unatoč snažnom skoku cijena nafte, izgledi za snažniji rast američke proizvodnje u kratkom roku i dalje niski. Pri tome, niz čimbenika poput niže cijene WTI-a u odnosu na Brent, oskudnije i skuplje financiranje, kao i posljednja ograničenja koja je uvela nova američka administracija, mogli bi demotivirati američke sudionike na naftnom tržištu na povećanje proizvodnje u kratkom roku. Slijedom navedenog, **očekujemo da će prosječna cijena sirove nafte tipa Brent u drugom i trećem ovogodišnjem tromjesečju porasti iznad 70 dolara po barelu. U 2022. godini očekujemo prosječnu cijenu od 67,5 dolara po barelu, dok u 2023. godini 60 dolara po barelu.** Također, podigli smo naše dugoročne prognoze o cijenama nafte s 55 na 60 dolara po barelu, obzirom da niža alokacija kapitala za istraživanje i proizvodnju u posljednjih pet godina zajedno sa silaznim revizijama proizvodnih ciljeva od strane sve većeg broja proizvođača povećavaju rizik od pada globalne ponude u dužem roku, čak i pod pretpostavkom globalnog smanjenja potrošnje motornih goriva.

Očekujemo da će prosječna globalna proizvodnja sirove nafte u 2021. iznositi 95 mil. b/d, dok će u 2022. biti 100 mil. b/d. Pri tome, povećanje ponude u 2021. i 2022. godini biti će uglavnom potaknuto od strane članica OPEC-a i njihovih saveznika, dok će američka proizvodnja u 2021. ostati na 16,3 mil. b/d te će do 2022. porasti za otprilike 1 mil. b/d (ili 5,5%).

Na temelju naših prognoza ponude i potražnje za sirovom naftom, **očekujemo da će se razina globalnih zaliha sirove nafte do kraja ove godine vratiti na razine zabilježene prije pandemije COVID-19.**

Marko Barbić

Prepolovljena dobit banaka u 2020. godini

- U segmentu poduzeća jača potražnja za kreditima dok se u segmentu stanovništva nastavlja razdoblje stagnacije
- Porast učešća banaka u imovini financijskog sektora rezultat je smanjenja imovine u investicijskim fondovima
- Razina neprihodujućih kredita snižena je provedbom regulatornih izuzeća za klijente pogođene mjerama zatvaranja

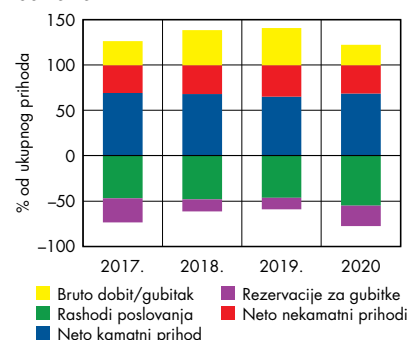
Krajem prvog tromjesečja 2021. proteklo je jednogodišnje razdoblje od uvođenja epidemioloških mjera kojima je smanjena mobilnost stanovništva. U tom su razdoblju financijske institucije prilagodile poslovanje na uvjete epidemije – od uvođenja mjera za zaštitu zdravlja klijenata i zaposlenika u prodajnoj mreži do organiziranja rada na daljinu za zaposlenike koji ne sudjeluju u direktnoj prodaji usluga klijentima. Promjene u prodaji usluga koje se odvijaju uslijed opće tendencije digitalne transformacije prodajnih kanala i komunikacije s klijentima ubrzane su zbog provedbe epidemioloških mjera.

Očekivanja za ovu godinu temeljimo na pretpostavci postupnog popuštanja epidemioloških mjera uz povremene zastoje ili razdoblja s pojačanim restrikcijama. U segmentu poduzeća, namjenska sredstva iz EU fondova trebala bi potaknuti investicije, a ponuda iz nekomercijalnih izvora supstituira potražnju za komercijalnim kreditima i alternativnim financijskim proizvodima. Dodatni negativni učinak na potražnju za komercijalnim kreditima dolazi od poduzeća koja su pogođena provedbom epidemioloških mjera. Ta su poduzeća koristila mjere za odgodu plaćanja obveza prema komercijalnim kreditorima pa im je ograničen pristup novim kreditima. Konačno, među mjerama za zaštitu poduzeća u uvjetima epidemije je i odgoda procjene kreditne sposobnosti zajmoprimaca s iskazanim padom poslovnih prihoda u razdoblju epidemije. Tek nakon procjene kreditne sposobnosti možemo očekivati dodatnu ponudu financijskih proizvoda tim poduzećima. No, opća tendencija rasta poduzetničkog optimizma trebala bi nadmašiti privremene barijere pa u sektoru poduzeća očekujemo ubrzanje rasta kredita na razinu iznad 5% godišnje.

U segmentu stanovništva ostvareni rast kredita u razdoblju epidemije zasniva se na državnim mjerama za subvencioniranje otplate stambenih kredita za mlađe dobne skupine. Dodatni poticaj dolazi od povećanog zaduživanja za sanaciju stambenog fonda nakon oštećenja u prošlogodišnjim potresima. S druge strane, pad potražnje za gotovinskim kreditima produžio se na 2021. Oporavak potražnje uslijedit će tek nakon popuštanja epidemioloških mjera i omogućavanja trajnijeg pristupa kupaca ponudi usluga. Povratak povjerenja potrošača u održivost post-epidemijskog rasta gospodarstva trebalo bi povećati potražnju za gotovinskim kreditima. Očekujemo da će ukupni krediti stanovništvu porasti u 2021., ali ispod razine od 5% godišnje.

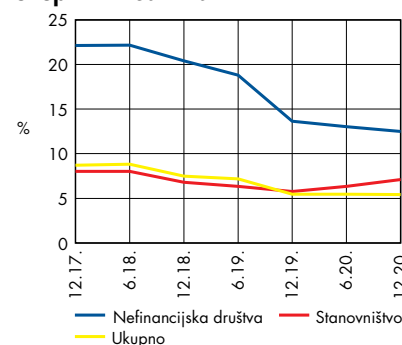
Rezultat poslovanja bankarskog sustava prepolovljen je u prethodnoj, a ni ove godine ne očekujemo značajan rast dobiti. Dio zajmoprimaca zaštićeno je regulatornom odgodom procjene kreditne sposobnosti. Procjenjujemo da neće svi biti sposobni za obnovu poslovanja nakon isteka zaštitnih mjera. Posljedično, očekujemo rast neprihodujućih kredita u sektoru poduzeća, koji je zahvaljujući zaštitnim mjerama produžio trend smanjivanja omjera neprihodujućih kredita u 2020. unatoč značajnom pogoršanju uvjeta poslovanja. Suočavanje s realnošću slijedi u 2021. a time i materijalizacija rizika u portfeljima banaka.

Struktura rezultata poslovanja banaka



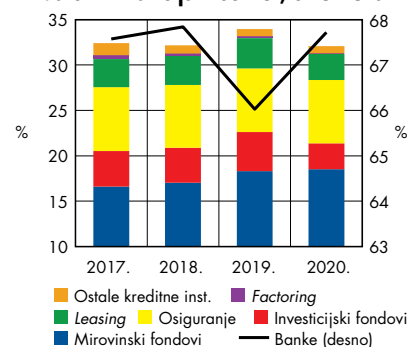
Legenda:
 – formiranje ukupnog prihoda (između 0% i 100%)
 – raspodjela ukupnog prihoda osim dobiti (ispod 0%)
 – učešća dobiti u ukupnom prihodu (iznad 100%)
 Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Hrvatski financijski sektor, struktura



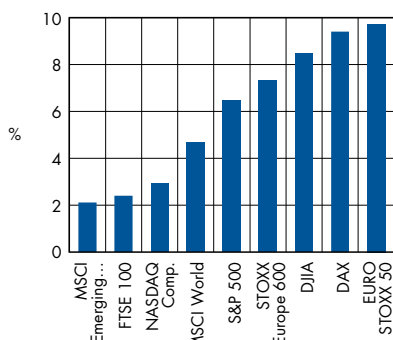
Izvori: HNB, HANFA, Raiffeisen istraživanja

Anton Starčević

Vodeći dionički indeksi obaraju rekordne vrijednosti

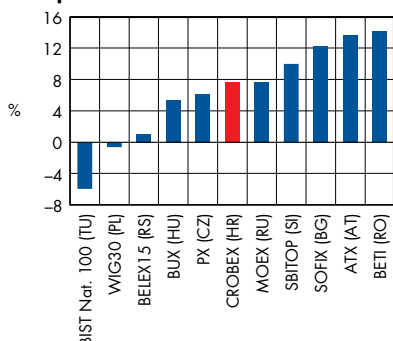
- Fiskalni stimulansi te retorika Fed-a i ESB-a podupiru optimizam ulagača
- Sezona objava kvartalnih rezultata donosi dodatne pozitivne signale
- Unatoč euforičnom sentimentu na tržištu, visoke valuacije zahtijevaju oprez
- Sporiji rast domaćeg tržišta uslijed visoke ovisnosti gospodarstva o turizmu

Svjetski indeksi – prinosi u 1. tromj. 2021.*



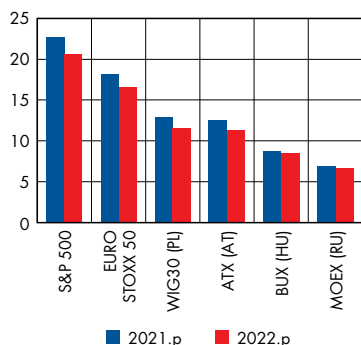
* u lokalnoj valuti na datum 31.3.2021. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Regionalni indeksi – prinosi u 1. tromj. 2021.*



* u lokalnoj valuti na datum 31.3.2021. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

P/E* omjer regionalnih dioničkih indeksa



* omjer cijene i pozitivnih zarada po dionici
Izvori: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

Prvo tromjesečje bilo je obilježeno produženjem postojećih i/ili uvođenjem novih restriktivnih mjera za zaustavljanje pandemije COVID-19 u većini europskih zemalja te Velikoj Britaniji. Istovremeno je i tempo procjepljivanja europskog stanovništva, izuzev Velike Britanije, znatno podbacio inicijalna predviđanja. Unatoč navedenom, europski dionički indeksi ostvarili su snažan rast vrijednosti na godišnjoj razini u proteklom tromjesečju. Vodeći američki dionički indeksi pratili su tempo s europskih tržišta, ali je nagli rast prinosa na američke državne obveznice rezultirao slabijom izvedbom. Naime, uslijed naglog rasta prinosa na američke obveznice pod prodajnim pritiskom posebno su bile zahvaćene kompanije iz tehnološkog sektora te njima srodne kompanije iz drugih sektora, a kojima je zajedničko da veći dio vrijednosti njihovih poslovnih modela leži u budućnosti. Volatilitet na globalnim dioničkim tržištima tijekom prvog tromjesečja bila je prvenstveno odraz negativnih vijesti u svezi procjepljivanja globalne populacije, volatilnog trgovanja dionicama razmjerno niske tržišne kapitalizacije i visokog udjela "short" pozicija te bojazni dijela ulagača da bi očekivani zamah gospodarske aktivnosti tijekom ove godine mogao rezultirati pojavom značajnijih i dugotrajnijih inflatornih pritisaka, a time i promjenom trenutnog smjera monetarne politike vodećih središnjih banka. Međutim, retorika čelnika Fed-a i ESB-a umirila je sudionike na financijskim tržištima obzirom da je jasno iskazan stav o zadržavanju dosadašnjeg smjera monetarne politike te su više puta ponovljena očekivanja o tek privremenom jačanju inflatornih pritisaka uslijed anticipiranog zamaha gospodarske aktivnosti.

Pozitivnom izvedbom vodećih dioničkih indeksa s obje strane Atlantika u prvom ovogodišnjem tromjesečju zaokružena je godina dana oporavka dioničkih tržišta od naglog i povijesnog pada vrijednosti uslijed izbijanja pandemije COVID-19. U tom razdoblju ostvaren je brz i snažan oporavak vrijednosti i to u povijesnim razmjerima. Naime, u odnosu na najnižu vrijednost S&P 500 porastao je za više od 75%. Unatoč tako snažnoj izvedbi u prošlom razdoblju, na kretanja dioničkih tržišta u ovom tromjesečju gledamo s optimizmom uslijed više pozitivnih faktora. Ključni faktor predstavljaju dobri izgledi da se nastavi solidan tempo rasta gospodarske aktivnosti te ubrza tempo procjepljivanja globalne populacije. Očekivanom zamahu gospodarske aktivnosti na globalnoj razini trebali bi pridonijeti izdašni fiskalni stimulansi. Pored izglasanih 1,9 bilijuna američkih dolara vrijednog paketa pomoći američkom gospodarstvu, američki predsjednik J. Biden najavio je plan ulaganja više od dva bilijuna američkih dolara u infrastrukturne projekte. S naše strane Atlantika planirana je isplata prvih sredstava iz Mehanizma za oporavak i otpornost (predstavlja okosnicu instrumenta Next Generation EU) tijekom druge polovice 2021.

Trenutan splet monetarne politike te retorika čelnika Fed-a i ESB-a predstavljaju važan potporni čimbenik za dionička tržišta, a potonja su podržana i zaustavljanjem uzlaznog trenda kretanja prinosa na referentna svjetska obveznička izdanja. Iznimno ekspanzivan smjer monetarne politike Fed-a i ESB-a trebao bi se zasigurno zadržati tijekom ovog tromjesečja. Pozitivan impuls na dionička tržišta donosi i uspješna sezona objava kvartalnih rezultata kompanija, koja je

trenutno u punom zamahu. S druge strane, tržišni dionici su negativno reagirali na objavu vijesti da američki predsjednik J. Biden namjerava predložiti značajno povećanje stope poreza na kapitalnu dobit za bogate. Stoga bi se daljnji koraci američke administracije u tom smjeru mogli odraziti na povišenu volatilnost na tržištu u nadolazećem razdoblju.

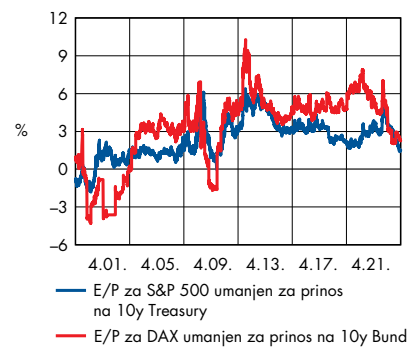
Većina indeksa regije SIE ostvarila je solidnu izvedbu u prvom tromjesečju, a predvodnici rasta bili su rumunjski BETI i austrijski ATX, što je i očekivano s obzirom na relativno visoku zastupljenost dionica cikličkih sektora, bankarskog i naftnog, koji bi trebali najviše profitirati suzbijanjem pandemije te oporavkom gospodarstva. Domaći indeks CROBEX smjestio se u sredini ljestvice s rastom od 7,6%, a najbolju izvedbu imale su dionice Ingre i Saponije, koja je u 2020. ostvarila vrlo dobre rezultate poslovanja s posebnim fokusom na optimizaciju poslovnih rashoda, što je rezultiralo primjetnim porastom profitabilnosti.

Promatrano sektorski, u prvom ovogodišnjem tromjesečju dionice domaćih turističkih kompanija imale su relativno slabu izvedbu, što ukazuje na zasad još uvijek prisutan oprez investitora zbog neizvjesne turističke sezone. Naime, iako bi rezultati turističkih kompanija za prvo tromjesečje trebali biti znatno lošiji u odnosu na isto razdoblje lani, obzirom na brojne restriktivne mjere u većini emitivnih zemalja, oni u cjelogodišnjoj perspektivi nisu značajni. Na razini ukupne 2021. godine očekujemo ipak bolje turističke rezultate u odnosu na 2020., s obzirom da bi cijepljenje stanovništva protiv COVID-19 trebalo do početka ovogodišnje sezone rezultirati ukidanjem i/ili ublažavanjem većine postojećih ograničenja putovanja unutar Europske unije, ali i izvan. Znatno slabije rezultate u prvom tromjesečju očekujemo i za kompanije iz domaćeg prehrambenog sektora, u prvom redu zbog visoke baze, odnosno gomilanja zaliha u kućanstvima u ožujku prošle godine. Od telekomunikacijskih kompanija očekujemo stabilne rezultate uz ponovno intenziviranje investicijskog ciklusa u drugoj polovici godine s obzirom da se aukcija spektra za 5G mrežu očekuje sredinom 2021. Također, krajem lipnja ističe rok za prodaju Optima Telekomu, no zasad nema novih informacija o tijeku procesa. Značajnije stope rasta mogle bi ostvariti kompanije orijentirane prvenstveno na izvozna tržišta, a koje se bave proizvodnjom kapitalnih proizvoda i/ili trajnih proizvoda za široku potrošnju.

Ukupno gledano do kraja godine očekujemo nastavak pozitivnih trendova na Zagrebačkoj burzi, kao odraz očekivanog rasta realnog BDP-a od 5,1%, kao i uspješnijeg korištenja značajnih sredstava iz EU fondova koja su na raspolaganju. Ipak, očekujemo rast CROBEX-a po nešto nižim stopama u odnosu na zapadna i regionalna tržišta, u prvom redu zbog visoke ovisnosti domaćeg gospodarstva o turističkim tokovima.

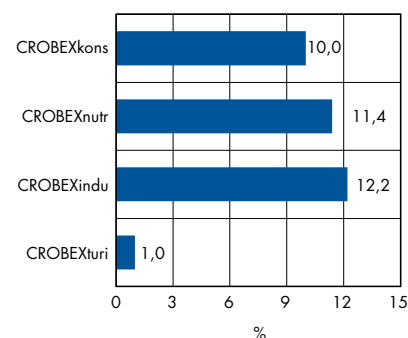
Ana Turudić i Silvija Kranjčec

Valuacija dioničkog tržišta nasuprot prinosu na obveznice, u povijesnom kontekstu



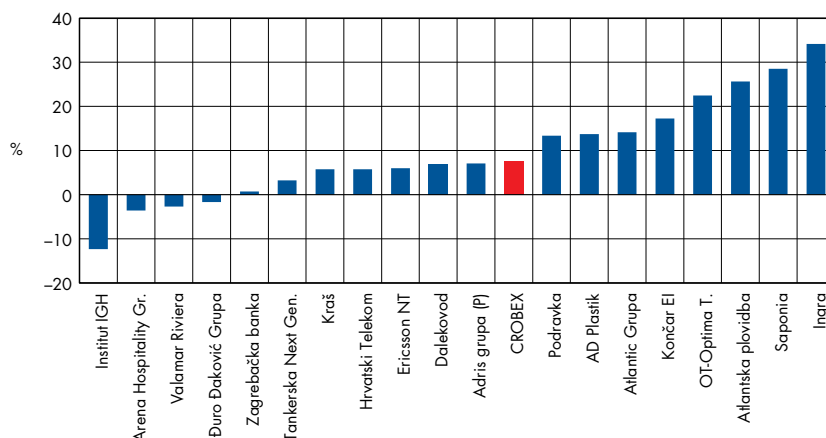
*E/P se odnosi na omjer zarade po dionici i cijene
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Povrati sektorskih indeksa Zagrebačke burze u 1. tromjesečju 2021.



* povrati izračunati na datum 31.3.2021.

Povrati CROBEX sastavnica u 1. tromjesečju 2021. (dividende nisu uključene)*



* povrati izračunati na datum 31.3.2021. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

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
 Marko Barbić, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 427, e-adresa: marko.barbic@rba.hr
 Silvija Kranjec, financijski analitičar; tel: 01/61 74 335, e-adresa: silvija.kranjec@rba.hr
 Ana Turudić, financijski analitičar; tel: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr

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

Financijska tržišta

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

Urednik

Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih i financijskih istraživanja

Grafička priprema

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

Nakladnik

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

Kratice

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

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

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodana vrijednost

BoE – *Bank of England*

CDS – *Credit Default Swap*

CHF – švicarski franak

CIS – Zajednica neovisnih država

CPI – indeks potrošačkih cijena

DZS – Državni zavod za statistiku

e – procjena (*estimate*)

EMU – Ekonomska i monetarna unija

ESA – Europski sustav integriranih gospodarskih računa

ESB – Europska središnja banka

EU – Europska unija

EUR – euro

ERM II – Eurospki tečajni mehanizam

ESB – Europska središnja banka

Eurostat – Statistički ured Europske unije

f – prognoza (*forecast*)

Fed – *Federal Reserve System*

GBP – funta

god., g – godina

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HNB – Hrvatska narodna banka

HRK – kuna

HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

ILO – *International Labour Organisation*

JIE – zemlje Južne i Istočne Europe

kr – kraj razdoblja

m – mjesec

MF – Ministarstvo financija

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

OPEC – *Organization of the Petroleum Exporting Countries*

PDV – porez na dodanu vrijednost

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

pr – prosjek razdoblja

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

SAD – Sjedinjene Američke Države

SE – zemlje Srednje Europe

SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe

SNB – *Swiss National Bank*

USD – američki dolar

ZIBOR – *Zagreb Interbank Offered Rates*

ZSE – *Zagreb Stock Exchange*

Publikacija je dovršena 23. travnja 2021.

Publikacija odobrena od strane urednika: 28. travnja 2021. u 9:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 28. travnja 2021. 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 djelomično, bez prethodne pisane suglasnosti RBA u svakom pojedinom slučaju. Ova publikacija ne predstavlja investicijski savjet ili osobnu preporuku glede kupovanja, držanja ili prodaje vrijednosnih papira, niti ponudu ili poziv na davanje ponude, te ne zamjenjuje niti dopunjuje bilo kakav pravni dokument koji je po propisima bilo koje države, uključujući i Republiku Hrvatsku, potreban za primarno izdanje ili sekundarnu trgovinu financijskim instrumentima, bez obzira radi li se o malim ili profesionalnim ulagateljima te bez obzira radi li se o subjektima ili rezidentima Republike Hrvatske ili koje druge jurisdikcije.

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

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

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

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

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

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

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

RBA objavljuje analize i vrednovanja financijskih instrumenata samostalno i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane RBI 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 sudjelovale u izradi ove publikacije te s njima povezane osobe drže ili trguju financijskim instrumentima u iznosima koji premašuju 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja ili posluju sa subjektima iz sektora na koje se ova publikacija odnosi. Međutim, RBA je primjenom mjera zaštite povjerljivosti i sprečavanja sukoba interesa u razumnoj mjeri osigurala da takva okolnost ni na koji način nije utjecala na bilo što navedeno u ovoj publikaciji.

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

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

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

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

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

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

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

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

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