

RBAAnalize

broj 81
srpanj 2021.

Na početku snažnog gospodarskog rasta?

- Snažan oporavak, ali i neizvjesnost oko COVID-19
- Buđenje inflacije
- Fiskalna konsolidacija pod utegom potpora oporavku
- Porast neizvjesnosti na krilima širenja novih inačica COVID-19

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Na početku snažnog gospodarskog rasta!?	5
---	---

Realni sektor, tržište rada

Snažan oporavak unatoč visokoj neizvjesnosti	6
--	---

Platna bilanca, inozemni dug

Očekivanja na krilima oporavka turizma i EU novca	8
---	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Povratak lagane aprecijacije kune.....	9
--	---

Focus tema: Inflacija

(Privremeno) jačanje inflatornih pritisaka.....	10
---	----

Politike središnjih banaka ESB–Fed

ESB: Revizija monetarne politike bez iznenađenja	12
--	----

Fiskalna politika i tržište duga

Fiskalna politika: konsolidacija pod utegom potpora oporavku	13
--	----

Financijski sustav

Stambeni krediti predvode oporavak potražnje.....	15
---	----

Tržište dionica

Izgledna konsolidacija prinosa u trećem tromjesečju	16
---	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.f	2022.f	2023.f	2024.f
BDP i proizvodnja									
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	3,5	3,4	2,8	2,9	-8,0	5,1	4,9	4,0	3,5
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	46.644	49.262	51.979	54.269	49.318	51.717	54.311	55.940	57.339
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	11.174	11.942	12.716	13.349	12.186	12.884	13.636	14.144	14.601
Trgovina na malo, % promjena, realno	4,4	4,4	3,9	3,6	-5,5	4,5	3,5	4,0	2,0
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena ¹	1,4	-1,0	0,6	-2,7	3,5	4,2	3,3	2,5	2,5
Cijene, nezaposlenost i proračun									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	1,2	0,8	1,3	1,4	-0,7	2,4	1,8	1,5	1,5
%, prosjek	-1,1	1,5	0,8	0,8	0,1	1,8	1,6	1,8	1,8
Proizvođačke cijene ² , %, kraj razdoblja	-0,1	2,1	0,5	1,5	-1,2	3,6	1,9	1,6	2,0
%, prosjek	-4,1	2,1	2,4	0,8	-2,0	4,3	2,0	2,1	2,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	14,7	12,4	9,9	7,8	9,0	8,8	8,0	7,4	7,2
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	13,1	11,2	8,4	6,5	7,5	7,2	6,8	6,5	6,3
Prosječna neto plaća (HRK), pr	5.685	5.984	6.241	6.582	6.763	7.077	7.204	7.312	7.459
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-0,9	0,8	0,2	0,3	-7,4	-4,2	-3,0	-2,5	-2,4
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	283,8	285,0	286,2	292,9	329,7	347,7	355,2	357,8	357,5
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	80,8	77,5	74,3	72,8	88,7	87,5	85,5	82,7	79,3
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	32.964
% promjena	7,3	10,6	6,0	8,2	-25,6	21,4	14,5	6,5	6,0
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	21.682	24.281	26.529	28.355	24.399	27.800	30.300	31.512	32.772
% promjena	5,3	11,9	9,2	6,2	-14,0	13,9	9,0	4,0	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	0,0
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	13.514	15.706	17.438	18.560	18.942	19.500	19.600	19.700	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	7,2
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ⁴	369	447	1.057	1.212	1.279	1.500	1.500	1.450	1.200
Noćenja turista, % promjena	9,1	10,5	4,0	1,8	-55,2	58,4	45,0	4,5	3,0
Inozemni dug, mlrd. EUR	44,7	43,7	42,7	40,9	40,6	42,1	43,2	45,0	46,1
Inozemni dug, kao % BDP-a ³	95,9	88,7	82,2	75,3	82,3	79,6	76,5	75,1	73,1
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ³	200,9	177,5	163,6	145,3	193,4	165,1	147,9	144,7	139,9
Financijski pokazatelji									
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	6,99	6,27	6,47	6,65	6,14	6,14	6,08	6,03	6,03
pr, USD/HRK	6,80	6,62	6,28	6,62	6,61	6,17	6,11	6,04	6,03
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,56	7,44	7,41	7,44	7,54	7,55	7,53	7,53	7,53
pr, EUR/HRK	7,53	7,46	7,42	7,41	7,53	7,53	7,53	7,53	7,53
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	83,5	99,4	120,0	137,2	160,4	178,8	186,7	195,1	203,8
% promjena	18,1	19,1	20,7	14,3	16,9	11,5	4,4	4,5	5,0
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	300,9	307,2	324,0	333,3	364,47	380,50	386,21	403,59	421,75
% promjena	4,7	2,1	5,5	2,9	9,3	4,4	1,5	2,0	2,0
Plasmani, mlrd. HRK, kr	221,5	218,9	223,2	229,5	238,51	246,85	252,29	263,64	275,50
% promjena	-3,7	-1,2	2,0	2,8	3,9	3,5	2,2	3,5	4,5
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	0,95	0,41	0,09	0,08	0,06	0,02	0,02	0,04	0,10

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	4,7	-2,7	4,5	5,3
Mađarska	4,6	-5,2	6,0	5,5
Češka	3,0	-5,8	3,1	4,8
Slovačka	2,5	-4,8	5,0	5,0
Slovenija	3,2	-5,5	5,0	5,1
SE	4,0	-4,0	4,5	5,2
Hrvatska	2,9	-8,0	5,1	4,9
Bugarska	3,7	-4,2	3,0	4,0
Rumunjska	4,1	-3,9	7,5	4,7
Srbija	4,2	-1,1	6,5	4,0
BiH	2,8	-4,5	3,0	3,5
Albanija	2,1	-4,0	5,7	4,4
JIE	3,8	-4,1	6,2	4,5
Rusija	2,0	-3,0	2,3	1,3
Ukrajina	3,2	-4,0	3,8	3,5
Bjelorusija	1,3	-0,9	0,5	2,0
IE	2,1	-3,0	2,4	1,5
SIE	1,4	-6,3	3,5	5,0
Austrija	1,3	-6,7	4,5	4,0
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	4,1	3,2
Mađarska	3,4	3,3	4,3	3,6
Češka	2,9	3,2	2,8	2,4
Slovačka	2,8	2,0	2,0	3,0
Slovenija	1,6	-0,1	1,4	1,3
SE	2,6	3,0	3,5	3,0
Hrvatska	0,8	0,1	1,8	1,6
Bugarska	3,1	1,7	2,3	3,0
Rumunjska	3,8	2,6	4,0	3,7
Srbija	1,9	1,6	2,1	2,4
BiH	0,6	-1,0	1,3	1,5
Albanija	1,4	1,6	2,2	2,6
JIE	2,9	1,8	3,1	3,1
Rusija	4,2	3,5	5,7	4,6
Ukrajina	7,9	2,7	8,7	6,0
Bjelorusija	5,6	5,5	9,7	8,1
IE	4,6	3,5	6,1	4,9
SIE	1,5	1,4	2,4	1,9
Austrija	1,2	0,3	1,7	1,4
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	8,6	4,9
Mađarska	12,2	-9,5	7,1	5,8
Češka	5,9	-7,2	2,3	8,0
Slovačka	6,6	-12,0	3,5	10,0
Slovenija	5,8	-4,1	7,5	9,5
SE	7,5	-8,4	6,5	6,3
Hrvatska	7,1	-2,9	8,5	10,5
Bugarska	4,5	-5,1	1,0	n.v.
Rumunjska	13,0	6,8	8,8	8,5
Srbija	17,2	-2,3	7,0	8,0
BiH	6,4	-12,4	10,0	9,5
Albanija	-3,3	-6,9	6,0	5,5
JIE	10,7	1,3	7,5	n.v.
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	2,7	n.v.	n.v.	n.v.
SIE	4,0	-5,8	7,1	4,0
Austrija	5,7	-8,4	5,7	5,5
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.

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	3,6	2,5	1,2
Slovačka	-2,7	-0,3	0,8	-0,5
Slovenija	5,6	7,1	6,7	6,3
SE	0,3	2,9	1,9	1,0
Hrvatska	2,7	-0,8	0,5	1,9
Bugarska	3,1	0,2	1,8	4,0
Rumunjska	-4,9	-5,2	-6,5	-6,8
Srbija	-4,7	-4,1	-5,8	-6,6
BiH	-3,5	-3,3	-4,0	-5,0
Albanija	-7,9	-8,9	-7,4	-6,8
JIE	-2,8	-3,8	-4,3	-4,1
Rusija	3,8	2,2	n.a.	n.a.
Ukrajina	-2,7	4,0	-0,6	-1,7
Bjelorusija	-2,0	-0,2	-5,1	-2,8
IE	3,1	2,3	n.v.	n.v.
Austrija	2,8	2,9	3,2	3,3
Njemačka	2,3	2,3	2,5	2,2
Eurozona	-2,2	-2,9	-3,3	-3,1
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	-7,0	-6,8	-4,0
Mađarska	-2,2	-8,8	-7,7	-6,8
Češka	0,3	-6,1	-6,7	-4,7
Slovačka	-1,3	-6,1	-8,0	-6,0
Slovenija	0,4	-8,4	-7,0	-5,2
SE	-0,7	0,0	-7,0	-4,8
Hrvatska	0,4	-7,4	-4,2	-3,0
Bugarska	-1,0	-3,0	-4,0	-2,0
Rumunjska	-4,4	-9,3	-7,5	-5,8
Srbija	0,2	-8,3	-6,5	-3,0
BiH	1,9	-3,7	-2,7	-1,7
Albanija	-1,9	-6,8	-6,3	-2,8
JIE	-2,4	-7,6	-6,2	-4,3
Rusija	1,8	-3,8	n.v.	n.v.
Ukrajina	-2,2	-6,0	-4,3	-2,7
Bjelorusija	2,7	-1,4	-2,7	-2,2
IE	1,5	-3,9	n.v.	n.v.
Austrija	0,6	-8,9	-7,0	-3,5
Njemačka	-0,6	-7,2	-7,0	-4,0
Eurozona	-4,6	-14,9	-14,4	-7,6
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	57,6	59,1	58,3
Mađarska	68,6	81,7	79,5	79,0
Češka	30,1	37,8	43,4	45,3
Slovačka	48,2	60,3	63,1	64,3
Slovenija	65,6	80,9	79,9	77,4
SE	46,5	57,8	59,6	59,6
Hrvatska	72,8	88,7	87,5	85,5
Bugarska	19,7	24,4	26,7	27,4
Rumunjska	35,3	47,3	50,1	52,3
Srbija	52,1	56,8	59,1	55,6
BiH	32,8	38,0	38,8	36,8
Albanija	65,8	75,7	74,0	71,5
JIE	40,3	50,0	52,1	52,4
Rusija	12,4	17,9	n.v.	n.v.
Ukrajina	50,3	60,8	58,8	56,7
Bjelorusija	34,0	39,3	40,8	39,8
IE	16,2	22,6	n.v.	n.v.
Austrija	70,5	83,5	86,6	84,2
Njemačka	83,9	98,0	100,5	99,0
Eurozona	106,0	129,0	n.v.	n.v.
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	75,9	89,4	81,9	72,8
Češka	76,2	76,1	73,5	68,3
Slovačka	112,4	121,1	117,2	112,1
Slovenija	90,5	104,1	99,3	93,9
SE	71,5	73,5	n.v.	n.v.
Hrvatska	75,4	82,3	79,6	76,5
Bugarska	57,6	63,5	66,8	65,2
Rumunjska	49,2	57,7	54,8	53,6
Srbija	61,5	68,2	62,3	61,6
BiH	62,7	70,2	69,1	66,8
Albanija	60,4	65,8	61,9	60,9
JIE	55,7	63,0	60,7	59,1
Rusija	29,1	31,9	n.v.	n.v.
Ukrajina	70,7	66,4	59,6	53,8
Bjelorusija	64,6	70,1	73,8	76,6
IE	33,6	36,4	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Eurozona	123,7	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	25,7	24,9
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	4,92	4,95
Srbija	117,8	117,6	117,6	117,7
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	123,0	123,8	122,6	122,5
Rusija	72,4	82,7	88,6	87,1
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

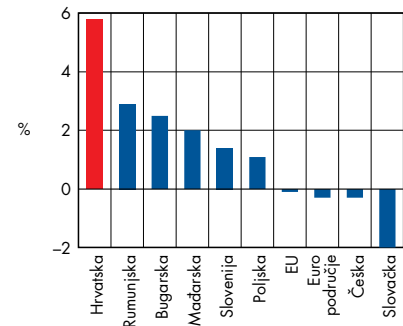
Na početku snažnog gospodarskog rasta!?

Na krilima postupnog otvaranja gospodarstava i ublažavanja restriktivnih mjera za obuzdavanje pandemije COVID-19 gospodarska situacija diljem Europe polako hvata svoj zamašnjak. Optimizam se prelio i na financijska tržišta s obje strane Atlantika pa su tijekom proteklog tromjesečja vodeći dionički indeksi bilježili nastavak oporavka vrijednosti ili su dosegli povijesno najviše razine. Uz snažne makroekonomske pokazatelje i daljnji rast svih vodećih indeksa raspoloženja potrošača i poduzetnika, sasvim je izvjesno da će većina europskih gospodarstava zatvoriti negativan gospodarski jaz odnosno dosegnuti pretkriznu razinu zamjetno ranije od prvotnih očekivanja, već u drugoj polovici 2021. ili u prvoj polovici 2022. godine. Učinak baznog razdoblja, poremećaji u lancima opskrbe i nemogućnost ponude da se u kratkom roku prilagodi snažnoj i rastućoj potražnji uzrokovala je razmjerno snažan pritisak na proizvođačke cijene. Nakon cijena Energije čiji se rast već osjetio u košarici potrošačkih dobara, iako u ograničenom opsegu, moguće je očekivati i polagano prelijevanje rasta proizvođačkih cijena na potrošačke. Proces je donekle olakšan probuđenom potražnjom. Inflacija međutim, još uvijek ostaje oko 2% ne ugrožavajući tako temeljni cilj ni Europske središnje banke ni Hrvatske narodne banke. Stoga je sasvim izvjestan nastavak izrazito ekspanzivne monetarne politike koja će kamatne stope dospijeca do godine dana zadržavati na povijesno niskim razinama. Zadržavanje dosadašnjeg smjera monetarne politike vodećih središnjih banaka, Fed-a i ESB-a ali i HNB-a) pridonijeti će očekivanom zamahu gospodarske aktivnosti. Uz to nastavljaju se i izdašni fiskalni stimulansi tijekom 2021.

Uz navedeno monetarno okruženje i spomenute jake fiskalne stimulanse pojedinačnih država osobito visoka očekivanja glede poticaja oporavku i rastu su od fondova Europske unije, prvenstveno Next Generation EU. Hrvatska je na vrhu potencijalnih korisnika. Načelo bi se korištenje navedenih sredstava trebalo povezati s reformskim potezima neophodnim za održiv rast koji bi gospodarstvo učinile otpornijim, a potencijalnim rast snažnijim. Države poput Hrvatske sa stagnantnom konkurentnošću čiji uzroci leže u slabom institucionalnom okruženju svakako bi trebale iskoristiti priliku. Dostupni podaci o kretanju gospodarstva u dosadašnjem dijelu 2021. godine ohrabruju i potvrđuju da oporavak predvode investicije i izvoz roba. Snažan tromjesečni rast iz prvog tromjesečja vjerojatno je tijekom razdoblja od travnja do lipnja usporio, ali očekujemo da će podaci za drugo tromjesečje donijeti visoku dvoznamenkastu stopu rasta uvelike pod utjecajem učinka baznog razdoblja odnosno snažnog pada u istom razdoblju lani.

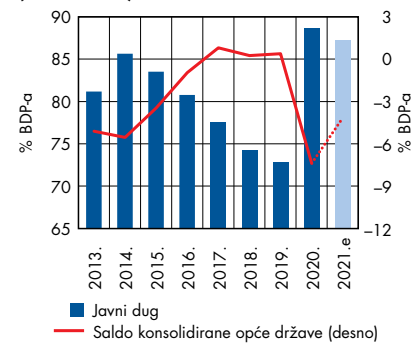
Sa strane ponude nastavljen je snažan rast građevinarstva, ICT djelatnosti i industrije, a polagano se s popuštanjem mjera diljem Europe budi se i uslužni sektor. Unatoč još uvijek prisutnoj neizvjesnosti očekujemo solidnu turističku sezonu i dostizanje 60 – 70 posto razine iz 2019. godine. U takvim uvjetima postoji mogućnost da se izbjegne još jedan rebalans proračuna budući da državna blagajna u uvjetima rastućih troškova zdravstvenog sustava uvelike ovisi o što bržem povratku potrošnje na stare razine. Ipak, manjak u državnoj blagajni uvelike će se suniti, a u uvjetima rasta gospodarstva i snažnijih inflatornih pritisaka omjer javnog duga u odnosu na BDP blago smanjiti. U međuvremenu, ambiciozni cilj ulaska u euro područje ostaje strateški prioritet Vlade koji veliki oslonac pronalazi u HNB-u i nikad promijenjenoj politici stabilnosti tečaja kune u odnosu na euro.

BDP, 1. tr. 2021., tromjesečna promjena*



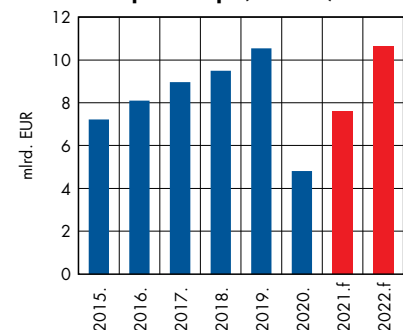
*sezonski i kalendarski prilagođeni indeksi
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Konsolidirana opća država (ESA 2010)



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od putovanja (turizam)

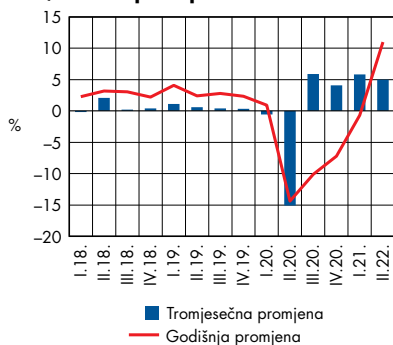


Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

Snažan oporavak unatoč visokoj neizvjesnosti

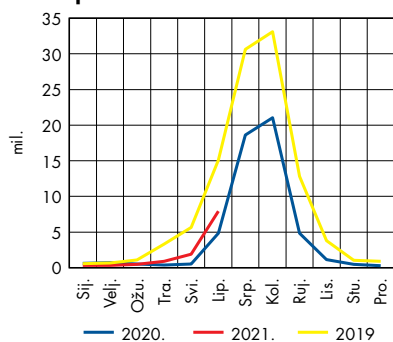
- Oporavak na krilima investicija i izvoza roba
- U nadi da sezona neće biti prekinuta

BDP, realna promjena



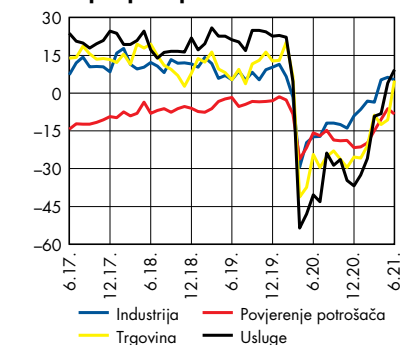
Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Noćenja turista



Izvor: HTZ, Raiffeisen istraživanja

Indeksi povjerenja



Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Preliminarni podaci o bruto domaćem proizvodu za prvo ovogodišnje tromjesečje potvrdili su nastavak oporavka. Štoviše, on se u razdoblju od siječnja do ožujka ubrzao pa je gospodarska aktivnost bila viša za 5,8% u odnosu na posljednje tromjesečje 2020. Ipak, rast investicija i izvoza roba, ili pak gledano sa strane ponude rast poljoprivrede, građevinarstva i ICT djelatnosti nije bio dovoljan da bi realnu godišnju stopu vratili u pozitivno područje. Naime, realno je i u prvom tromjesečju BDP bio niži za 0,7% u odnosu na isto razdoblje 2020. Posljedica je to kretanja u uslužnom sektoru koji je i u prvom tromjesečju ostao najpogođeniji epidemiološkim mjerama za suzbijanje COVID-19 pandemije. Međutim, oporavak je snažniji od očekivanja prisutnih na početku pandemije te će Hrvatska kao i druge europske države predkriznu razinu gospodarske aktivnosti doseći ranije, vrlo vjerojatno u prvoj polovici 2022. godine.

Potaknuti porastom inozemne potražnje, najveći pojedinačni doprinos u prvom tromjesečju donio je izvoz robe, s realnim godišnjim rastom od 8,3%. Međutim, izvoz usluga ponovno je zabilježio dvoznamenkastu stopu pada (-18,6%), što je dovelo do ukupnog međugodišnjeg smanjenja izvoza. Ipak, pad uvoza bio je snažniji pod utjecajem zamjetnog pada uvoza usluga pa je posljedično prvo tromjesečje zaključeno s blago pozitivnim doprinosom neto inozemne potražnje (+0,3pb). Taj doprinos bio bi i snažniji, da rast investicija i izvoza roba u uvozno orijentiranom gospodarstvu nije za posljedicu imao i porast uvoza roba.

Investicije su nastavile svoj pozitivan trend zabilježivši međugodišnji rast od 4,6%, dok je pad najveće komponente BDP-a, potrošnje kućanstava, znatno usporio. Realni pad potonjeg iznosio je 0,4% u odnosu na isto razdoblje lani. Gledajući sa strane ponude, nije bilo iznenađenja: usluge i trgovina i dalje zaostaju za industrijom, građevinarstvom i ICT djelatnostima. U razdoblju od siječnja do ožujka, bruto dodana vrijednost (BDV) zabilježila je realan pad od 0,8% u usporedbi s istim razdobljem 2020.

Prvi visokofrekventni pokazatelji u nizu djelatnosti potvrđuju nastavak oporavka, ali nešto umjerenijom dinamikom gledajući promjene na tromjesečnoj razini. Visoke dvoznamenkaste godišnje stope rasta (kod industrije i trgovine na malo) već na početku drugog tromjesečja posljedica su učinka baznog razdoblja budući da je proljeće 2020. bilo razdoblje potpunog do djelomičnog zatvaranja gospodarstva, za razliku od 2021. kada je Hrvatska među europskih država imala najblaže epidemiološke mjere u borbi protiv suzbijanja pandemije.

Usporavanje dinamike oporavka moglo bi se objasniti zatvaranjem glavne negativnog jaza u odnosu na pretpandemijsku razinu, rastom broja COVID-19 slučajeva i posljedičnom neizvjesnošću. Osim toga, zbog izrazite sezonalnosti ekonomije u drugom tromjesečju raste značaj usluga koje su pod osobito nepovoljnim utjecajem pandemije. Unatoč navedenom, sasvim je izvjesno da će po prvi put nakon početka krize godišnja stopa rasta BDP-a za drugo tromjesečje biti pozitivna. Štoviše očekujemo dvoznamenkasti realni rast BDP-a na godišnjoj razini.

Pod pretpostavkom zadržavanja stabilne epidemiološke situacije odnosno izostanka restriktivnih epidemioloških mjera koje bi ponovno ograničile gospodarsku aktivnosti, snažniji zamašnjak moguće je očekivati u drugoj polovici godine. Unatoč prisutnim i pozitivnim i negativnim rizicima, koji su donekle uravnoteženi, ostajemo pri prognozi da će realna stopa rasta premašiti 5% na razini cijele 2021. Najveći negativni rizik predstavlja ponovno pogoršanje epidemiološke situacije u Hrvatskoj i njenim glavnim vanjskotrgovinskim partnerima, a osobito negativan utjecaj imao bi ponovni i nagli završetak središnje turističke sezone. Za sada još uvijek očekujemo visoke dvoznamenkaste stope rasta i dostizanje 60–70% rezultata iz 2019. S druge strane, rast potrošačkog i poslovnog optimizma traje od svibnja i ohrabruje očekivanja o nastavku pozitivnih trendova, a niz djelatnosti (osobito u industriji i građevinarstvu) pokazao se otpornijim na ovu krizu.

I dok bi u 2021. godini rast trebao biti široko rasprostranjen, prognoza od 4,9% za 2022. godinu uvelike se oslanja na investicije, obnovu potresom pogođenih područja i europska sredstva osobito iz Next Generation EU. Vidljiviji učinak ulaganja i priljeva NGEU-a očekuje se u sljedećem srednjoročnom razdoblju. Načelno bi se korištenje navedenih sredstava trebalo povezati s reformskim potezima neophodnim za održiv rast koji bi gospodarstvo učinili otpornijim, a potencijalni rast snažnijim. Projektni kapacitet još je uvijek najveći rizik za ostvarenje ambicioznog plana korištenja izdašnih sredstava pa se i u procjenama rasta BDP-a kroz relativno nižu stopu rasta u srednjoročnom razdoblju ogleda naša opreznost u pogledu projektnih kapaciteta u javnoj upravi. Ona je temeljena na povijesnim rezultatima povlačenja dosadašnjih sredstava iz EU fondova.

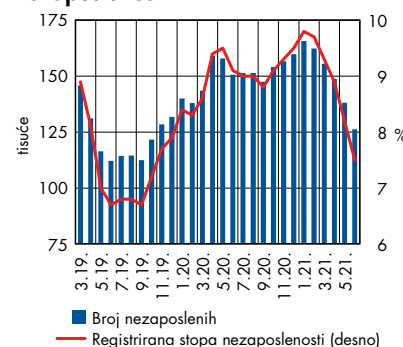
Na **tržištu rada** drugo ovogodišnje tromjesečje obilježeno je rastom zaposlenosti i padom nezaposlenosti, ne samo na tromjesečnoj već i na godišnjoj osnovi. Prosječan broj nezaposlenih iznosio je 137.669 i bio je za 12% niži na godišnjoj razini, dok istovremeno raste broj osiguranika i zaposlenih (po stopama 3% odnosno 1%). Ipak, broj nezaposlenih je za gotovo 15% ili 17.760 viši u odnosu na 2.tr.2019., dok je broj zaposlenih niži za 1%. S druge strane broj osiguranika pri HZMO s gotovo 1.576 mil premašio je i rekordnu 2019. za 0,2%. Pri tome je najveći porast prosječnog broja osiguranika zabilježen u građevinarstvu kojeg su slijedile informacije i telekomunikacije te djelatnosti zdravstvene zaštite i socijalne skrbi. U suprotnom smjeru, zamjetno smanjenje (preko 19 tisuća) bilježe djelatnosti smještaja i usluživanja hrane. Sličan obrazac kretanja, pad nezaposlenosti i rast zaposlenosti, kao i struktura unutar samih kategorija bit će prisutna i u nastavku godine. S očekivanim nastavkom rasta u 2022. te uz stabilnu do poboljšanu epidemiološku situaciju i slijedeća godina trebala bi donijeti pad stope nezaposlenih i rast zaposlenosti. Prosječne plaće tijekom cijele 2021. pod utjecajem poreznih izmjena zabilježiti će solidnu stopu rasta od oko 5%. U 2022. njihov rast će proizlaziti s jedne strane iz strukturne slabosti tržišta rada, neusklađenosti ponude i potražnje na tržištu rada, a s druge strane realnom konvergencijom prema europskom tržištu.

Trgovina na malo i obujam industrijske proizvodnje, god. pr.



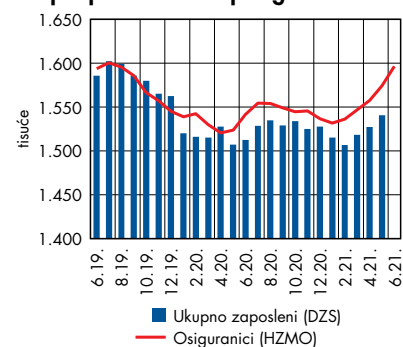
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj zaposlenih i broj osiguranika



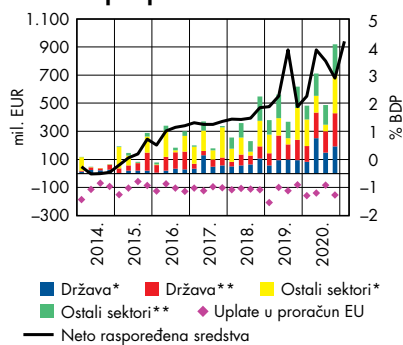
Izvori: HZZ, Raiffeisen istraživanja

Zrinka Živković Matijević

Očekivanja na krilima oporavka turizma i EU novca

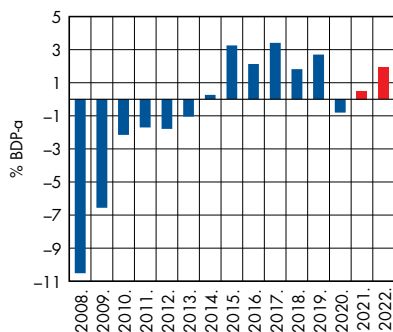
- U prvom tromjesečju manjak na tekućem računu 0,3% BDP-a
- Rast bruto inozemnog duga 88,1% BDP-a na kraju ožujka

Transakcije s proračunom EU-a



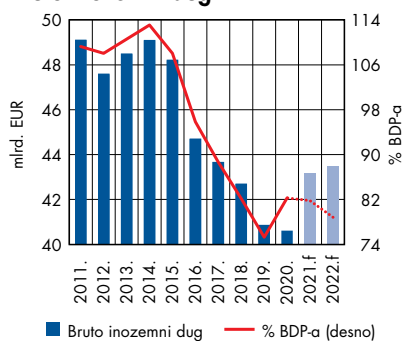
*tekući prihodi, **kapitalni prihodi
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Blago poboljšanje salda na tekućem i kapitalnom računu u prvom ovogodišnjem tromjesečju rezultat je rasta viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija uslijed porasta neto prihoda od transakcija s proračunom EU-a. S druge strane, značajno pogoršanje salda na računu primarnog dohotka te, u manjoj mjeri, smanjenje neto izvoza usluga u velikoj je mjeri umanjilo povoljna kretanja korištenja EU sredstava. Promatrano na razini posljednja četiri tromjesečja, na tekućem računu zabilježen je manjak od 0,3% BDP-a. Uključujući i kapitalni račun, višak je porastao na 2% BDP-a (1,8% na kraju 2020.). Očekujemo kako će na razini cijele 2021. oporavak inozemne potražnje i turističkih aktivnosti doprinijeti povratku viška na tekući račun. Svoja očekivanja temeljimo uglavnom na rastu neto izvoza usluga i većim priljevima EU novca. Međutim, ukupni financijski rezultat u turizmu i dalje će biti značajno niži u odnosu na pretkrizne godine. S druge strane, 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 pri čemu će snažniji rast uvoza robe, bit 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. Postupan oporavak dobiti poduzeća u stranom vlasništvu doprinijet će pogoršanju stanja na primarnom računu. Podsjetimo, HNB je Odluku o privremenom ograničenju raspodjele, koja, između ostalog, ograničava isplatu dividende produljila do kraja 2021. godine. Suficiti na računima sekundarnog dohotka i kapitalnom računu mogli bi se znatno poboljšati zahvaljujući nastavku snažnijeg povlačenja sredstava EU-a. Ipak, kako za financijski okvir 2021.–2027. tako i za fond NGEU, očekujemo da će materijalni učinci biti vidljivi u godinama nakon 2021. Kao negativni rizici naših očekivanja zasigurno su skromni projektni kapaciteti državne uprave gdje je upravo snaga u tom području potrebna za uspješnu i brzu apsorpciju EU sredstava. Uz to, mogućnost 4. vala pandemije u cijeloj EU mogla bi rezultirati ranijim završetkom turističke sezone i posljedično nepovoljnom učinkima na financijski rezultat. Na kraju prvog tromjesečja omjer bruto inozemnog duga u odnosu na BDP-u porastao je na 88,1% (+6,9pb u odnosu na kraj 2020.). Na razini cijele 2021. očekivani gospodarski oporavak trebao bi doprinijeti i ponovnom smanjenju udjela bruto inozemnog duga u BDP-u, dok u apsolutnom izrazu očekujemo nastavak rasta upravo zbog ponovnog ubrzanja gospodarske aktivnosti i novih zaduživanja na inozemnim tržištima, kako privatnog tako i javnog sektora. Pri tome očekujemo kako će Hrvatska, podržana i nastavkom ekspanzivnih monetarnih politika vodećih središnjih banaka, nastaviti podmirivati svoje inozemne obveze uz povoljne uvjete financiranja. U godini pred nama s nastavkom povoljnih gospodarskih kretanja očekujemo daljnje smanjenje udjela bruto inozemnog duga u BDP-u koji bi se postupno u godinama koje slijede trebao spuštati prema razini od 70% BDP-a. Uz povratak salda tekućih transakcija u pozitivno područje, relativno smanjenje inozemnog duga doprinijet će smanjenju vanjske ranjivosti, što će, uz aspiraciju za usvajanjem eura, pozitivno utjecati na percepciju rizika te posljedično i na premiju rizika same zemlje.

Elizabeth Sabolek Resanović

Povratak lagane aprecijacije kune

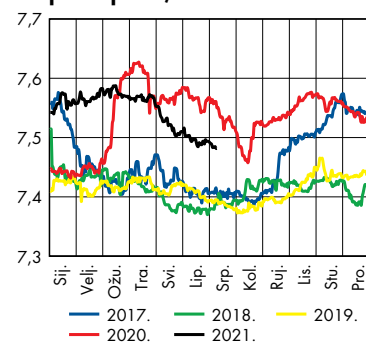
- Početak laganih pritisaka na jačanje kune u odnosu na euro
- Bez promjene kamatnih stopa

S odmakom proljeća i rastom procijepljenosti diljem Europe, pandemija COVID-19 se polako počela smirivati. Od kraja travnja, uz pad neizvjesnosti, rastao je optimizam ohrabrujući očekivanja da će normalizacija putovanja, a time i jača potražnja za kunama, započeti početkom lipnja. Od pred kraj travnja, u nešto više od mjesec dana, i tržišni i srednji tečaj EUR/HRK na tečajnici HNB-a pao je s razina iznad 7,57 kuna za euro na ispod 7,50, razine koje su posljednji put viđene u drugoj polovici kolovoza 2020. godine. Jačanje kune u odnosu na euro posljedica je početka turističke predsezone, i jače potražnje za kunama od strane fizičkih osoba, nastavka pada neizvjesnosti i, u usporedbi s uobičajenim godinama, zamjetno manjih tzv. *short hedge* pozicija tržišnih sudionika. Do kraja lipnja nije bilo značajnijih pomaka te se valutnim parom EUR/HRK uglavnom trgovalo u rasponu od 7,485 do 7,505 kuna za euro. Ipak, središnja banka je intervenirala na tržištu otkupivši 120 mil. eura po prosječnom tečaju od 7,497346 kuna za euro jasno signalizirajući svoju namjeru i predanost zadržavanja stabilnog tečaja kune u odnosu na euro. Kraj drugog tromjesečja zaključen na 7,49 kuna za euro ili na 0,9% nižoj razini u usporedbi s krajem lipnja 2020. dok je prosječni tečaj EUR/HRK u drugom tromjesečju iznosio 7,52772 kune za euro i bio je 0,65% niži nego u istom razdoblju lani.

Ljetni mjeseci uobičajeno će donijeti pritiske u smjeru jačanja domaće valute pri čemu bi prema našim očekivanjima HNB mogao biti osjetljiv na razini 7,45 kuna za euro. Dakle, devizne intervencije nisu isključene. Osim priljeva iz deviza od turističke aktivnosti i, posljedično potražnje za kunama, domaću valutu podržavaju i priljevi iz europskih fondova te jačanje izvoza robe. S druge strane, rast izvoza usluga i investicija također podrazumijeva rast uvoza, što ublažava aprecijacijske pritiske. S približavanjem kraja glavne turističke sezone, očekujemo uobičajeni pritisak prema slabljenju domaće valute i polagani rast EUR/HRK. I u takvim uvjetima volatilnost EUR/HRK trebala bi ostati na niskim razinama. Takva očekivanja, osim politike stabilnog tečaja središnje banke, podržava i snažno opredjeljenje za što brže usvajanja eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja. Ispunjenje razmjerno ambicioznog, ali ne i nedostižnog cilja postavljenog za početak 2023. biti će jasnije već do polovice 2022. do kada Hrvatska namjerava ispuniti tzv. *post entry commitments* na koje se obavezala ulaskom u Europski tečajni mehanizam II. Uz to proljeće (svibanj ili lipanj) uobičajeno je rezerviran za Izvješće o konvergenciji Europske središnje banke, a ono donosi detaljan opis spremnosti država članica EU koje nisu dio euro područja. Do tada uz pretpostavku stabilne situacije s COVID-19 pandemijom može se očekivati uobičajeni obrazac kretanja EUR/HRK uz istovremeno budno "oko" središnje banke. HNB je i u drugom tromjesečju zadržao visoki stupanj ekspanzivnosti monetarne politike, osiguravajući povoljne uvjete financiranja. Stoga pomaka u kamatnim stopama nismo vidjeli. Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti već u prvoj polovici lipnja premašio je 70 mlrd. kuna ili 20% BDP-a. Povećanju likvidnosti je pridonio i otkup deviza od države kao i smanjenje kunskih 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.

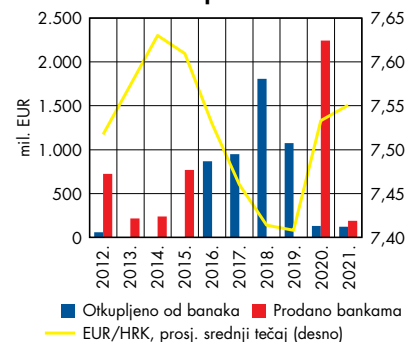
Zrinka Živković Matijević

Srednji tečaj EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

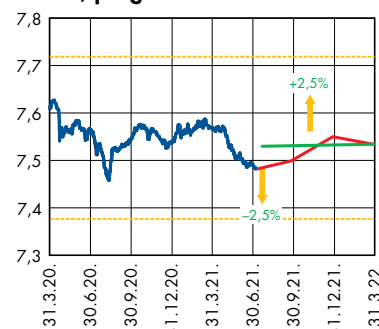
Devizne intervencije HNB-a



do 9.7.21.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

EUR/HRK, prognoze

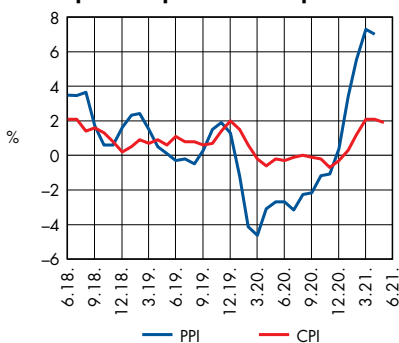


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

(Privremeno) jačanje inflatornih pritisaka

- Snažan rast proizvođačkih cijena kao posljedica poremećaja na strani ponude
- ... uz jačanje potražnje generira inflatorne pritiske

Kretanje inflacije u Hrvatskoj

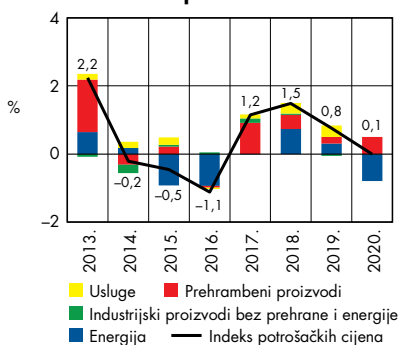


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Po prvi puta nakon kolovoza 2018. u travnju ove godine godišnja stopa inflacije mjerena potrošačkim cijenama premašila je 2%. Nešto izraženiji inflatorni pritisci nastavili su se i do kraja lipnja gurnuvši tako prosječnu stopu inflacije potrošačkih cijena s 0,4% u prvom tromjesečju na 2% u drugom tromjesečju. Uz učinak baznog razdoblja odnosno izostanak inflacije u 2020. odraz je to kretanja cijene energije, koja kroz cijene naftnih derivata zrcali snažan rast cijena na globalnom robnom tržištu.

Jačanje inflatornih pritisaka i njeni izvorni uzroci osobito su vidljivi u proizvođačkim cijenama čije su godišnje stope na domaćem tržištu u svibnju dosegnule 7,4%, što je najviše od ljeta 2012. Navedena kretanja nisu specifična za Hrvatsku. Štoviše, ona su još izraženija i u SAD-u i diljem EU, a osim učinka baznog razdoblja posljedica je to niza čimbenika povezanih i s ponudom i s potražnjom.

Godišnje stope inflacije i doprinosi sastavnica inflaciji

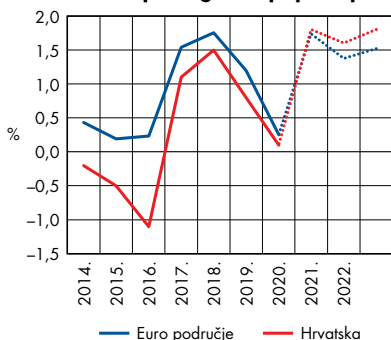


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Naime, proljeće 2020. godine obilježili su nagli i veliki poremećaji u globalnim proizvodnim lancima opskrbe koji su bili popraćeni i snažnim padom potražnje. Navedena kretanja imala su neizbježan utjecaj na zamjetno usporavanje, pa i pad niza proizvođačkih i potrošačkih cijena. Ovi poremećaji vrlo su ozbiljni zbog njihovog globalnog širenja i utjecaja na formiranje ulaznih cijena ključnih za uspješno korporativno upravljanje potražnjom osobito u uvjetima oporavka i ponovnog "otvaranja" niza gospodarstava.

Međutim, razdoblje postupne normalizacije uz nagli oporavak potražnje nije naišlo na spreman odgovor ponude. U tako kratkom roku na strani ponude došlo je do rasta cijena niza sirovina na globalnim robnim tržištima. Rastuća potražnja, zajedno s poremećajima u lancu opskrbe i niskim zalihama, posljedično su gurale cijene roba prema višim razinama. Dok globalna potražnja raste ubrzanom dinamikom, s druge strane normalizacija ponude i sustizanje zaostataka zahtijeva određeno vremensko razdoblje. Osim rasta cijena roba, izazov proizvođačima došao je i od nedostatka teretnih kontejnera, ali i njihovih kapaciteta, što je rezultiralo višim troškovima prijevoza robe. U takvim uvjetima neizbježno je došlo do snažnog rasta cijena proizvođača s obje strane Atlantika, pa i u Hrvatskoj.

Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Ključno je pitanje mogu li šokovi na strani ponude (i dalje prisutni poremećaji u lancima opskrbe te značajan rast cijena sirovina) biti snažan pokretač rasta inflacije potrošačkih cijena te koliko dugo bi taj trend mogao trajati?

Rast inflacije potrošačkih cijena prema sadašnjim očekivanjima privremenog je karaktera i zasigurno će biti izraženiji u drugoj polovici 2021. godine nakon čega bi trebalo uslijediti usporavanje rasta. Naime, poremećaji u lancima opskrbe trebali bi biti prisutni narednih tromjesečja, ali ne i godina, a i prelijevanje s proizvođačkih cijena na potrošačke ne događa se jednoznačno i u punom intenzitetu. Ono je s određenim vremenskim odmakom neizbježno, a u trenutnim uvjetima ponovnog otvaranja gospodarstva diljem Europe i povratka potražnje olakšano.

Međutim, treba imati na umu da se košarica roba za izračun proizvođačkih cijena uvelike razlikuje od košarice koja se koristi za izračun inflacije potrošačkih cijena.

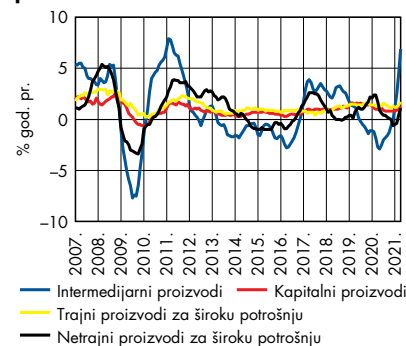
Dezagregirani podaci iz euro područja o proizvođačkim cijenama na domaćem tržištu pokazuju da zamjetan utjecaj na ukupan rast proizvođačkih cijena ima Energija, s udjelom u ukupnoj košarici od 28%. S druge strane trajni i netrajni proizvodi za široku potrošnju ne pokazuju značajniju dinamiku rasta i zaista nisu na povišenim razinama. Stoga, s tog aspekta ne prijeti prelijevanje na potrošačka dobra i usluge. Naposljetku, intermedijarni proizvodi s značajnim udjelom od gotovo 29% jedan su od generatora snažnijih inflatornih pritisaka proizvođačkih cijena. Njihov razmjerno snažan godišnji rast od 6,9% u travnju, odražava uobičajenu dinamiku rasta cijena u uvjetima uzlaznog ekonomskog ciklusa koji slijedi nakon razdoblja recesije. Povijesno iskustvo govori da se snažan rast cijena intermedijarnih dobara s određenim vremenskih odmakom prelijeva na potrošačka dobra, ali tek u manjem obujmu. Naravno, ukoliko bi dinamika rasta po povišenim stopama potrajala rast potrošačkih dobara bio bi izraženiji. Slična dinamika primjetna je i kod proizvođačkih cijena na nedomaćem tržištu.

U većini država EU prijenos rasta cijena energije na potrošačke cijene većim dijelom se i realizirao. Uz to veliku nepoznanicu predstavljaju i tzv. imputirane cijene u uslužnom sektoru te očekivani rast cijena tijekom ljeta. Na potrošačke cijene diljem Europe narednih mjeseci svakako će utjecati učinci baznog razdoblja, promjena uobičajenih sezonskih kretanja, ali i povremena "otvaranja" i "zatvaranja" gospodarstava. Cijene sirove nafte prema našim očekivanjima trebale bi zabilježiti blagi pad te će doprinosu rastu cijena od Energije biti nešto niži.

Očekujemo da će prosječni godišnji rast potrošačkih cijena i u euro području i u Hrvatskoj u nastavku godine biti oko ili iznad 2%. Posljedično prosječna stopa inflacije za Hrvatsku u 2021. prema našim očekivanjima iznositi će 1,8%. Rast cijena oko 2% smatra se umjerenim rastom cijena, a on je uslijedio nakon dugogodišnjeg razdoblja potisnute inflacije (2015.–2020. – prosječna godišnja stopa inflacije iznosila je svega 0,3%). Kako su uzroci inflacije, barem prema sadašnjim očekivanjima privremenog karaktera, očekujemo da će u 2022. godini dinamika rasta cijena blago usporiti, ali se zadržati oko ili blago iznad 1,5%. Biti će to posljedica rasta gospodarstva, jačanja domaće i inozemne potražnje te konvergencije pojedinih cijena prema europskom prosjeku. Predviđamo da će u srednjem roku inflacijski pritisci u Hrvatskoj pratiti trendove u euro području, osobito uzimajući u obzir usklađenost ekonomskih ciklusa te činjenicu da je opća razina cijena u Hrvatskoj na relativno visokoj razini u usporedbi s prosjekom Unije (indeks razine cijena konačne potrošnje kućanstava iznosio je 69,4% u 2020.)

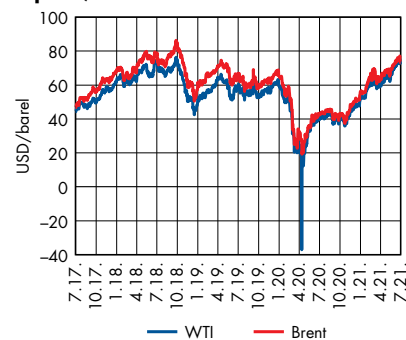
Zrinka Živković Matijević

Proizvođačke cijene euro područje , prem GIG-u



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Cijene sirove nafte (isporuke sljedeći mjesec)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Cijene sirove nafte, Bent USD/barel

	I. 2021.	II. 2021.	2021.f	2022.f	2023.f	2024.f	2025.f
RBI/Raiffeisen research, pr.	75	70	68,7	68	65	63	60
RBI/Raiffeisen research, kr.	74	69	69	65	64	62	60
Dow Jones konsenzus, pr.	71,2	67,7	67	65	65	-	-

Izvor: Dow Jones consensus, RBI/Raiffeisen Research

ESB: Revizija monetarne politike bez iznenađenja

- ESB najavila potpunu prilagodbu politici i ciljevima klimatskih promjena
- Fed očekuje prolaznu inflaciju i početak stezanja monetarne politike u 2023. godini

ESB: ekonomske prognoze

	BDP, god. prom. (%)		Inflacija, god. prom. (%)	
	6. 21.	3. 21.	6. 21.	3. 21.
2021.	4,6	4,0	1,9	1,5
2022.	4,7	4,1	1,5	1,2
2023.	2,1	2,1	1,4	1,4

Izvor: ECB, RBI/Raiffeisen istraživanja

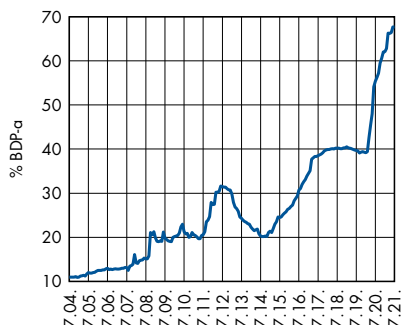
FOMC – Ekonomske projekcije

	2021.	2022.	2023.	dugo-ročno
BDP	7,00	3,30	2,40	1,80
prethodno	6,50	3,30	2,20	1,80
Stopa nezaposlenosti	4,50	3,80	3,50	4,00
prethodno	4,50	3,90	3,50	4,00
Inflacija	3,40	2,10	2,20	2,00
prethodno	2,40	2,00	2,10	2,00
Temeljna inflacija	3,00	2,10	2,10	n.a.
prethodno	2,00	2,00	2,10	n.a.
Referentni kamatnjak	0,10	0,10	0,60	2,50
prethodno	0,10	0,10	0,10	2,50

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

Izvori: FED, Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Bilanca ESB-a



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Europska središnja banka je završila **reviziju svoje strategije i najavila relevantne prilagodbe**. U osnovi, ESB ostaje jasno predana primarnom cilju stabilnosti cijena, nakon čega namjerava podržati opću ekonomsku politiku EU (npr. rast, puna zaposlenost, socijalni napredak ili zaštita okoliša). Temeljni analitički okvir za odluke monetarne politike i dalje su ekonomska, kao i monetarna i financijska analiza (tzv. "two-pillar strategy"), koje će, međutim, u budućnosti biti usko povezane. Potrošačke cijene ostaju mjerodavna mjera inflacije, jer su najpraktičnija mjera inflacije za većinu gospodarskih čimbenika u gospodarstvu. ESB-ov "novi" srednjoročni cilj inflacije iznosi samo 2% (ne ispod, ali blizu 2%, kao prije) te dopušta privremena odstupanja "malo" ispod ili iznad ciljane vrijednosti. U praksi monetarne politike malo bi se što ustvari trebalo promijeniti. Najnovija prilagodba može se protumačiti kao implicitno blago povećanje ciljane inflacije i uzima u obzir činjenicu da nešto viša prosječna stopa inflacije u euro području olakšava nekim zemljama da devalviraju svoj stvarni tečaj – bez izraženih rizika deflacije – kako bi ponovno uspostavili međunarodnu konkurentnost. U budućnosti bi se kretanje cijena stambenih nekretnina ili "imputirane rente" vlasnika nekretnina također trebale snažnije uključiti u mjerenje inflacije (trenutno mjerenje inflacije "samo" uključuje izdatke za iznajmljivanje privatnih kućanstava). Međutim, trebat će (godine) dok svi statistički uredi u EU ne budu mogli pružiti sve potrebne i pouzdane podatke. Referentne kamatne stope i dalje se definiraju kao ključni instrumenti monetarne politike pri čemu ESB namjerava i dalje koristiti nekonvencionalne instrumente. Konačno, ESB je najavila namjeru potpune prilagodbe politikama i ciljevima klimatskih promjena. Uz uzimanje u obzir klimatskih čimbenika u svojoj procjeni monetarne politike, Upravno vijeće prilagodit će svoj okvir monetarne politike u područjima otkrivanja, procjene rizika, kupnji vrijednosnih papira (korporativni sektor) i okvira osiguranja. Više detalja slijedi 2022. S druge strane Atlantika, s nestrpljenjem se iščekivao lipanjski sastanak **FOMC-a** kako bi se vidjelo može li brzo rastuća inflacija potaknuti predsjednika Powella da odstupi od svog strpljivog stava i ubrza put prema stezanju monetarne politike. Inflacija je u svibnju porasla za 5% godišnje, a temeljna inflacija od 3,8% nije zabilježena od početka 1990-ih. Članovi FOMC-a, međutim, držali su se stava da rastuća inflacija u velikoj mjeri odražava prolazne čimbenike. Ipak, kako napreduje gospodarski oporavak i rizici ekonomskih izgleda se dodatno smanjuju zbog napretka u cijepljenju, **započeta je rasprava o planu prilagođavanja dinamike kupnje imovine**. To, međutim, nije jasan signal za sužavanje, budući da će se rasprava nastaviti na predstojećim sastancima, a odluka o sužavanju vodit će se daljnjim napretkom u postizanju Fedovih ciljeva, maksimalne zaposlenosti i stabilnosti cijena. Obzirom da će odluka o početku stezanja monetarne politike biti najavljena dosta unaprijed, smanjenje neto kupnje imovine (trenutno 120 mlrd dolara mjesečno) u trećem tromjesečju malo je vjerojatno. Većina članova FOMC-a sada očekuje prvo povećanje referentne stope u 2023. što odražava očekivanja kako će povoljni ekonomski uvjeti biti ispunjeni prije nego što se prethodno očekivalo. U cijene instrumenata na financijskim tržištima još je od veljače ugrađeno očekivanje o prvom podizanju referentne kamatne stope u 2023.

Elizabeta Sabolek Resanović

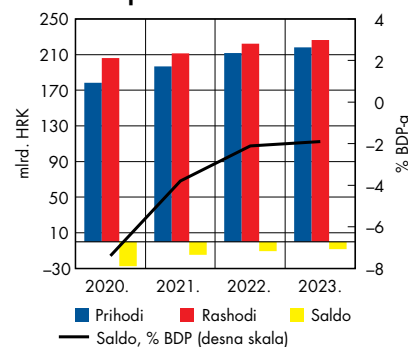
Fiskalna politika: konsolidacija pod utegom potpora oporavku

- EK dala zeleno svjetlo Nacionalnom planu oporavka i otpornosti
- Rejting investicijski, prinosi stabilni

Početak srpnja Hrvatska je dobila pozitivnu ocjenu Nacionalnog plana oporavka i otpornosti 2021.–2023 od strane Europske komisije. Prema redovitoj proceduri nacionalni planovi su sada poslani Vijeću EU-a, koje ih naposljetku prihvaća i nakon toga države članice mogu očekivati predujam od 13% predviđene alokacije. Slovensko predsjedništvo najavilo je da će se ovaj mjesec održati dva sastanka Vijeća za financije i gospodarstvo te postoji mogućnost da i hrvatski nacionalni plan bude odobren potkraj srpnja. Ovaj dokument i cjelokupna procedura i materijalizacija iznimno je značajan za Hrvatsku budući da Vlada namjerava, u godinama koje slijede, proračunski gap 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 potreba što više osloni na sredstva iz fondova i ostalih instrumenata EU. Prvi korak u tom smislu već je učinjen. Sada, ključno pitanje ukoliko želimo brzi oporavak gospodarske aktivnosti stoji kako će se ta sredstva povlačiti i kamo će se usmjeravati. 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 metrik pod kontrolu nikako ne bismo smjeli propustiti. Program konvergencije, koji ove godine uz uobičajenu strukturu, dodatno obrađuje i makroekonomske, fiskalne i ostale gospodarske efekte NPOO-a, bio je osnova za reviziju proračuna. Osnovni motiv i cilj rebalansa već u prvoj polovici godine bio je ogroman dug zdravstva odnosno namjera suzbijanja daljnjeg akumuliranja i postupno svođenje rokova plaćanja bolnica i ljekarni unutar zakonskog okvira od 60 dana, te rastući izdaci za plaće i mirovine. Uz rast prihoda za 3 mlrd kuna i rashoda za 9,4 mlrd kuna rebalansom je ukupni deficit konsolidirane opće države povećan na 15,3 mlrd kuna ili 3,8% BDP-a tj. 0,9pb više od prvotno planiranog, te pad udjela javnog duga u BDP-u na 86,6%. Prema posljednjim podacima Ministarstva financija, u razdoblju od siječnja do travnja, manjak proračuna suzio se na 5,2 mlrd kuna u odnosu na isto razdoblje 2020. kada je iznosio 7,4 mlrd. kuna, prema gotovinskom načelu. Navedena kretanja rezultat su nešto viših godišnjih rasta prihoda (15,2%) u odnosu na rashode (9,8%). Uzimajući u obzir sveobuhvatne gospodarske okolnosti u Hrvatskoj i EU, u slučaju materijalizacije negativnih rizika vezanih za gospodarski rast ne isključujemo mogućnost još jednog rebalansa u ovoj godini.

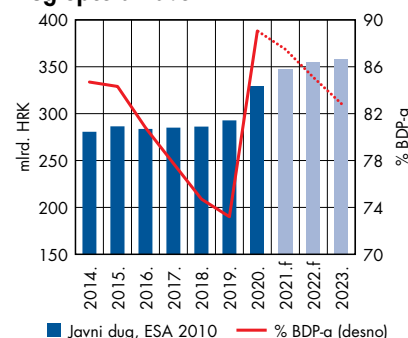
Naše projekcije blago su opreznije te pokazuju umjereniju, ali postojanu dinamiku fiskalne konsolidacije u srednjoročnom razdoblju uzimajući u obzir s jedne strane pojačanu fiskalnu disciplinu zbog uvođenja eura, a s druge potrebu za snažnijom fiskalnom potporom gospodarstvu. Očekujemo povratak fiskalnog salda unutar Maastrichtskih kriterija u 2022. uz postupno smanjivanje omjera javnog duga u BDP-u. 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 će navedena nastojanja potaknuti i proaktivnije djelovanje u provođenju odavno znanih i vrlo nužnih strukturnih reformi na području zdravstvenog te demografskog, socijalnog, obrazovnog i mirovinskog sustava. Pri tome olakotnu okolnost zasigurno pruža produljenje *Klauzule*

Proračun opće države



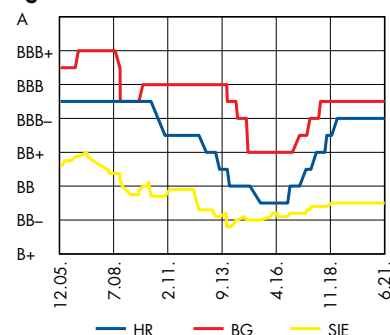
Izvori: Vlada RH, Program konvergencije RH 2022.–2024., Raiffeisen istraživanja

Dug opće države



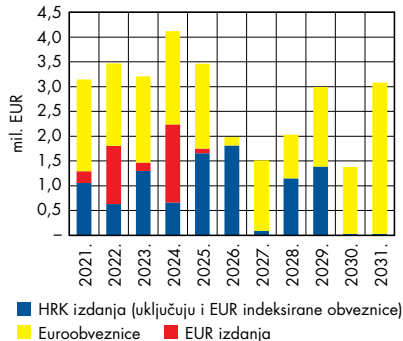
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Kretanje rejtinga Hrvatske i Bugarske*



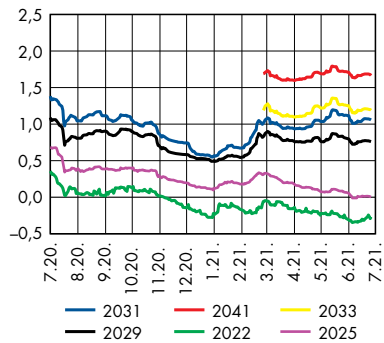
* S&P SIE prosjek rejtinga Albanije, Makedonije, Crne Gore, Rumunjske, Srbije uključujući pozitivne ili negativne izgledе označene sa 0,5 bodova
Izvori: Thomson Reuters, S&P, RBI/Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



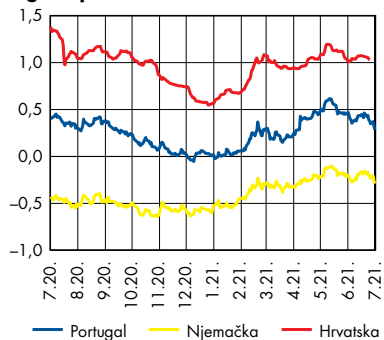
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na hrvatske euroobveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

10-god. prinosi



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

o odstupanju od proračunskih pravila Pakta o stabilnosti i rastu koja će ostati aktivirana i tijekom 2022. što državama članicama omogućava daljnju borbu s pandemijom bez opasnosti ulaska u Proceduru prekomjernog manjka (EDP).

Na obvezničkim tržištima, nakon uspješnog izdanja 2 mlrd eura euroobveznica u veljači, početkom srpnja izdano je i 9 mlrd kuna obveznica na domaćem tržištu. Prije toga, u svibnju dospjeli trezorski zapisi refinancirani su izdanjem 1,2 mlrd eura jednogodišnjih trezoraca. Prema rebalansu proračuna ukupne potreba za zaduživanjem u ovoj godini premašuju 18% BDP-a od čega se 25,1 mlrd kuna odnosi na primitke od izdanja vrijednosnih papira, a 18,3 mlrd kuna na primitke od zaduživanja što uključuje i drugu tranšu zajma EU za ublažavanje rizika od nezaposlenosti u izvanrednim situacijama (SURE) nakon izbijanja COVID-19 i financijske instrumente koje provode HAMAG-BICRO i ministarstva. Upravo će zbog korištenja sredstava instrumenata EU fiskalni učinci mjera uslijed pandemije u ovoj godini biti značajno niži od onih u 2020. Obzirom da ukupni iznos izdanja obveznica na tržištima kapitala do sada u ovoj godini iznosi 24,1 mlrd. kuna prema planu Vlade potrebe za financiranjem na tržištima kapitala u ovoj su godini zadovoljene. Dospjele obveze po trezorcima država će vjerojatno, kao i do sada, namiriti zanavljanjem. Međutim, u slučaju rasta potreba za financiranjem zbog i dalje prisutne visoke neizvjesnosti oko daljnjeg razvoja pandemije i njenog utjecaja na gospodarsku aktivnosti i proračun, ali i kao, u okruženju povoljnih uvjeta, osiguranje pred financiranjem za 2022. godinu, ne isključujemo mogućnost još jednog obvezničkog izdanja na jesen. Pri tome, uz povijesno visoku razinu likvidnosti u sustavu, sa strane potražnje, snažan interes od strane velikih tržišnih igrača (institucionalnih investitora) ostaje neupitan i ovaj puta obzirom na velike apetite i potrebu za plasiranjem likvidnosti. U godini pred nama u veljači dospijeva 3 mlrd kuna i 500 mil eura VK obveznica, a potom u svibnju slijedi dospijevaće 1,25 mlrd eura euroobveznice te u srpnju 1 mlrd eura VK izdanja što implicira bogate aktivnosti na tržištima kapitala i u godini pred nama. Na domaćem tržištu obveznica prinosi su i u drugom tromjesečju ostali usidreni na niskim razinama odražavajući manjak ponude i obilnu kunksku likvidnost, ali i neosjetljivost na globalna kretanja. Na kretanje prinosa na lokalnom tržištu i dalje će snažno utjecati nedostatak ponude i istodobno velika potražnja. Uz to, pretpostavka ulaska u euro područje 2023./2024. podrazumijeva povećanje kreditnog rejtinga države za jednu do dvije investicijske razine što će posljedično vršiti pritisak na prinose koji će u uvjetima porasta inflacije i rasta prinosa na core tržištu djelovati u suprotnom smjeru. Stoga ne očekujemo širenje *spreadova* u odnosu na referentna izdanja u sljedeće dvije godine. Napokon, uvjereni smo da bi središnja banka, u slučaju potrebe, sigurno nastavila s otkupom obveznica.

S obzirom na izgleda, globalni čimbenici ostaju glavna pokretačka snaga kad je riječ o kretanju euroobveznica koje su tijekom drugog tromjesečja zabilježile blagi rast prinosa (10-god. izdanje sa 0,9–1,1%). Takva razina prinosa čini naša inozemna izdanja vrlo atraktivnim u usporedbi s ostalim međunarodnom izdanim. Primjerice, desetogodišnji portugalski prinos kretao se krajem drugog tromjesečja oko 0,3%. U periodu pred nama gospodarski oporavak, aspiracija za uvođenjem eura i posljedično smanjenje premije rizika zemlje pozitivno bi se odrazilo i na kretanje prinosa odnosno sužavanje *spreada* u odnosu na referentna izdanja.

Elizabeta Sabolek Resanović

Stambeni krediti predvode oporavak potražnje

- Strukturna promjena u izvorima financiranja banaka
- Ubrzani rast stambenih kredita uz stagnaciju gotovinskih i kredita poduzećima
- Profitabilnost poslovanja snižena zbog povećanih rezerviranja za gubitke

Banke raspolažu sa značajnim viškom likvidnosti koji im se negativno odražava na rezultat poslovanja. Posljedično, fokus poslovne politike se uz povećanje plasmana usmjerava i na smanjenje izvora financiranja. Politike banaka teže otkazivanju ugovora kod sekundarnih izvora financiranja, te smanjivanju primarnih izvora kroz snižavanje pasivnih kamatnih stopa na depozite. Prema podacima za travanj 2021. sekundarni izvori financiranja pali su na razinu od 5% u odnosu na primarne izvore, a učešće oročenih u ukupnim depozitima smanjeno je na 30%.

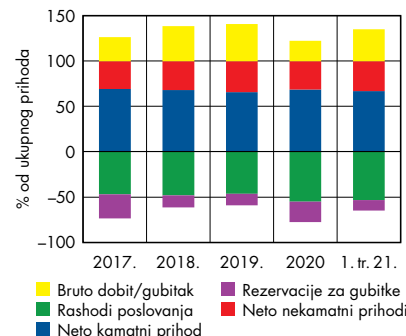
Uz pretežito a'vista izvore financiranja banke odgovaraju na potražnju klijenata koja se u okruženju povijesno niskih kamatnih stopa povećava u području dugoročnih kredita. Uz povišenu nesigurnost ostvarivanja prinosa na financijskoj imovini višeg rizika i izostanku prinosa na financijsku imovinu niskog rizika, kućanstva pojačano ulažu u nekretnine. Nakon ulaganja slobodnih sredstava kućanstva se namjenski zadužuju, pa se godišnje stope rasta stambenih kredita približavaju dvoznamenkastoj razini. Uz rast potražnje i cijena nekretnina, posljedično bi trebala rasti i ulaganja na strani ponude nekretnina. No kod građevinskih poduzeća se ne uočava značajni rast potražnje za kreditima, jer na tržištu nekretnina obilježenom većom potražnjom od ponude prevladava financiranje izgradnje od strane kupaca.

Očekivanja za ovu godinu temeljimo na pretpostavci daljnjeg popuštanja epidemioloških mjera. U segmentu poduzeća trećina klijenata ima upitnu sposobnost za novo zaduživanje jer je koristila mjere za odgodu plaćanja obveza prema komercijalnim kreditorima. Bespovratna sredstva iz EU fondova Nove generacije biti će dostupna poduzetnicima tek u slijedećoj godini, a do tada će potražnja za kreditima ostati ograničena na poduzeća koja nisu bila korisnici moratorija i restrukturiranja. Stoga očekujemo oslabljen rast kredita, tek malo iznad 0% godišnje. U segmentu stanovništva rast stambenih kredita dodatno potiču državne mjere za subvencioniranje otplate stambenih kredita za mlađe dobne skupine. Povratak potrošačkog optimizma uz popuštanje epidemioloških mjera usporeno se prenosi na rast potražnje za gotovinskim kreditima, jer kućanstva prvo troše financijske zalihe akumulirane u razdoblju nedostupnosti dijela usluga. Ipak, očekujemo da će zahvaljujući rastu stambenih kredita ukupni krediti stanovništvu porasti do razine od 5% godišnje.

Rezultat poslovanja bankarskog sektora u prvom tromjesečju zadržao se na razini koja je prepolovljena u odnosu na višegodišnji prosjek prije epidemije. Unatoč provedenim mjerama za očuvanje poslovanja očekujemo da se dio poduzetnika neće oporaviti od šoka nastalog zatvaranjem. Stoga će i razina neprihodujućih kredita postupno rasti prema kraju ove i u slijedećoj godini. Posljedično, negativni utjecaj rasta rezervacija za gubitke na rezultat poslovanja banaka u ovoj godini biti će iznad višegodišnjeg prosjeka, a time će se i neto rezultat zadržati na sniženoj razini.

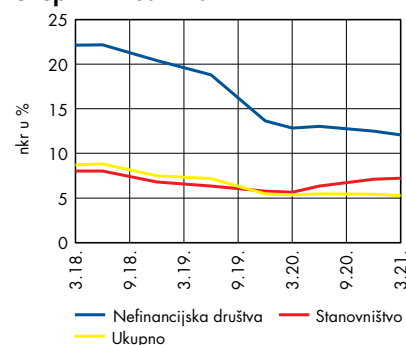
Anton Starčević

Struktura rezultata poslovanja banaka



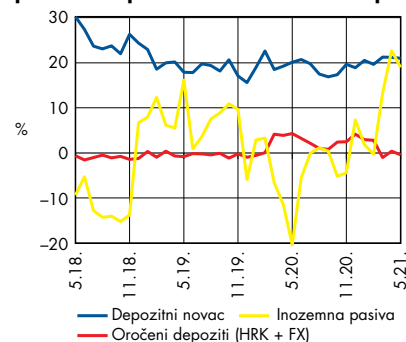
Legenda:
 – formiranje ukupnog prihoda (između 0% i 100%)
 – raspodjela ukupnog prihoda osim dobiti (ispod 0%)
 – učešća dobiti u ukupnom prihodu (iznad 100%)
 Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Godišnja stopa rasta inozemne pasive i depozita kreditnih institucija

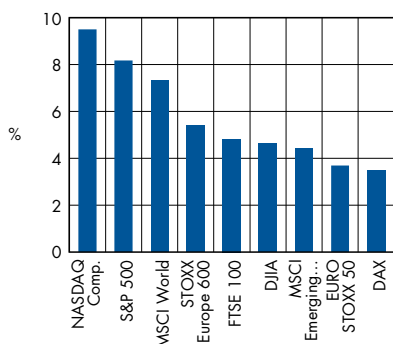


Izvor: HNB

Izgledna konsolidacija prinosa u trećem tromjesečju

- Fiskalni stimulansi te ekspanzivna monetarna politika podupiru dionička tržišta
- Unatoč pozitivnom sentimentu investitora, visoke valuacije zahtijevaju oprez
- Početak sezone objava kvartalnih rezultata donosi dodatne signale
- Izvedba domaćeg tržišta pod utjecajem visoke ovisnosti gospodarstva o turizmu

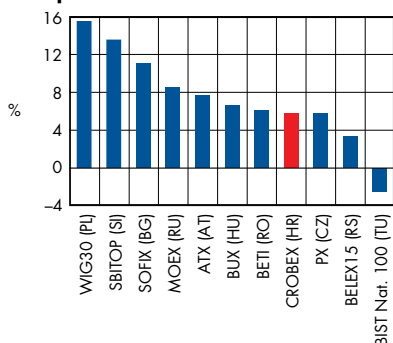
Svjetski indeksi – prinosi u 2. tromj. 2021.*



* u lokalnoj valuti na datum 30.6.2021. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Protoklo tromjesečje bilo je obilježeno optimizmom investitora na krilima postupnog otvaranja gospodarstava i ublažavanja restriktivnih mjera za zauzdavanje pandemije COVID-19. Stoga je nastavljen daljnji oporavak vrijednosti i/ili dostizanje povijesno najviših razina vodećih dioničkih indeksa pogotovo s one strane Atlantika. Američko dioničko tržište, mjereno indeksom S&P 500, bilježi rast vrijednosti za više od 15% od početka 2021., a istovremeno svojom ovogodišnjom izvedbom ne zaostaje niti europsko dioničko tržište. Potonje, mjereno indeksom STOXX Europe 600 bilježi rast vrijednosti od 15%. Odras je to ohrabrujućih objava i pokazatelja iz realnog sektora, protoka još jedne uspješne sezone objava kvartalnih rezultata kompanija te zadržavanja ekspanzivnog karaktera monetarne politike vodećih središnjih banka (Fed i ESB). Navedeni faktori su tijekom drugog tromjesečja uspješno potiskivali povremene, izražene volatilnosti na tržištu uslijed zabrinutosti investitora u pogledu rasta inflatornih pritiska i vjerojatnosti za skorašnji zaokret monetarne politike Fed-a i ESB-a te prvo podizanje referentnih kamatnjaka i prije od očekivanog.

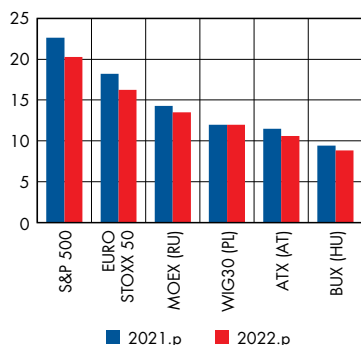
Regionalni indeksi – prinosi u 2. tromj. 2021.*



* u lokalnoj valuti na datum 30.6.2021. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Pozitivnom izvedbom vodećih dioničkih indeksa s obje strane Atlantika u drugom tromjesečju nastavljen je oporavak dioničkih tržišta od naglog i povijesnog pada vrijednosti uslijed izbijanja pandemije COVID-19. U proteklih 15 mjeseci ostvaren je brz i snažan oporavak vrijednosti i to u povijesnim razmjerima. Snagu oporavka dioničkog tržišta najbolje dočarava podatak da je S&P 500 indeks trenutno viši za otprilike 95% u odnosu na najniže razine tijekom COVID-19 krize. Uslijed tako snažne izvedbe u prošlom razdoblju, na kretanja dioničkih tržišta u ovom tromjesečju gledamo s oprezom. Ključni faktor predstavljaju visoke valuacije, posebice s druge strane Atlantika. Naime, mišljenja smo da su investitori već dobrim dijelom u cijene financijskih instrumenata uračunali dobre izgleda za ovogodišnji oporavak globalnog gospodarstva te daljnji rast ekonomske aktivnosti tijekom sljedeće godine, koji bi se trebao pozitivno odraziti na poslovne rezultate kompanija. Očekivanom zamahu gospodarske aktivnosti na globalnoj razini trebali bi pridonijeti izdašni fiskalni stimulansi te zadržavanje dosadašnjeg smjera monetarne politike Fed-a i ESB-a barem do kraja ove godine.

P/E* omjer regionalnih dioničkih indeksa



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

Pozitivan impuls na dionička tržišta mogla bi donijeti još jedna uspješna sezona objava kvartalnih rezultata kompanija, koja tradicionalno započinje ovih dana s objavama rezultata američkih banaka za drugo tromjesečje. Pritom bismo istaknuli da bi protekom nadolazeće sezone objava rezultata naj snažniji zamah ostvarene zarade po dionici kompanija na godišnjoj razini trebao ostati iza nas. Naime, pretpostavljamo visoke godišnje stope rasta zarada u drugom tromjesečju obzirom da su prošlogodišnji travanj i svibanj većinom još uvijek bili pod značajnim utjecajem restriktivnih mjera sprečavanja širenja zaraze koronavirusom.

Volatilnost na globalnim dioničkim tržištima tijekom ovog tromjesečja možemo očekivati na krilima intenziviranja započete rasprave o planu prilagođavanja mjesečnog volumena neto kupnji vrijednosnica Fed-a. Navedena tema zauzimat će sve veću pozornost investitora s odmicanjem ljeta i početka jeseni, ali istovremeno ne očekujemo službeni početak smanjenja mjesečnih neto kupnji

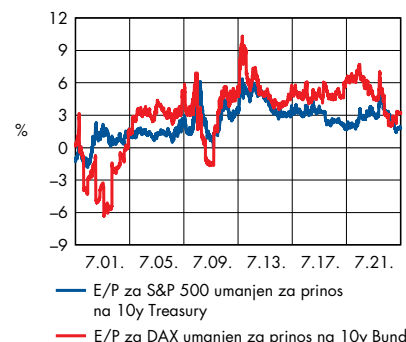
vrijednosnica (trenutno na razini od 120 mlrd. dolara mjesečno) tijekom trećeg tromjesečja. Prema našim očekivanjima, intenziviranje rasprave trebalo bi se odraziti tek kao privremeni negativan čimbenik za izvedbu na dioničkim tržištima u narednim mjesecima, dok do kraja godine ostajemo optimistični u svezi izvedbe vodećih dioničkih indeksa s obje strane Atlantika. U fokusu investitora ostat će objave o inflaciji te globalnoj epidemiološkoj situaciji uslijed brzog širenja novih inačica COVID-19 virusa (delta). Iznadočekivane objave inflacije, uslijed zadržavanja prisutnih poteškoća u globalnim lancima opskrbe i niskih zaliha te rastućih troškova transporta, mogle bi unositi dodatnu volatilnost na tržišta kao i značajno pogoršanje epidemiološke situacije s odmicanjem ljetnih mjeseci.

Gotovo svi indeksi regije SIE u drugom su tromjesečju ostvarili pozitivna kretanja, a najbolju izvedbu imao je poljski WIG30 te slovenski indeks SBITOP. Pad vrijednosti zabilježio je jedino turski BIST Nat. 100. Domaći indeks CROBEX i ovog je puta rastom zaostajao za regionalnim indeksima što je odraz relativno sporog oporavka hrvatskog gospodarstva od krize izazvane pandemijom COVID-19 uslijed visoke ovisnosti o turizmu. Ipak, u skladu s povoljnom epidemiološkom slikom te ublažavanjem restrikcija kraj tromjesečja donio je nešto veću aktivnost investitora te je CROBEX dosegnuo razine iz veljače prošle godine. Među sastavnicama indeksa rastom se ističe dionica Atlantske plovidbe, na čiju izvedbu je pozitivan utjecaj imao snažan rast BDI indeksa vozarina na krilima globalnog oporavka gospodarske aktivnosti. S druge strane, uvjerljivi gubitnik tromjesečja je dionica Dalekovoda. Dalekovod je u svibnju izvijestio o zaprimanju zajedničke uvjetovane ponude društava Construction Line Ltd. i Končar Elektroindustrija za sudjelovanje u dokapitalizaciji. Radi realizacije restrukturiranja Glavna skupština je donijela odluku o smanjenju temeljnog kapitala provedbom spajanja dionica u omjeru 100:1. Također, temeljni kapital će se povećati s iznosa od 2,5 mil. kuna na iznos od najmanje 152,5 mil. kuna, a najviše 412,5 mil. kuna upisom dionica u tri kruga.

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, i nadalje očekujemo rast CROBEX-a po nešto nižim stopama u odnosu na zapadna i regionalna tržišta zbog visoke ovisnosti domaćeg gospodarstva o turističkim tokovima. Naime, u slučaju izraženijeg četvrtog vala pandemije uslijed širenja zaraznijih varijanti COVID-19 virusa, moguć je negativan utjecaj na turističku sezonu odnosno nepovoljne implikacije na hrvatsko gospodarstvo u cjelini zbog ponovnog uvođenja restriktivnih mjera. Vrednovanje hrvatskog dioničkog tržišta nešto je više u odnosu na tržišta regije SIE mjereno P/E omjerom, a razlog je relativno spor oporavak zarada kompanija sastavnica indeksa.

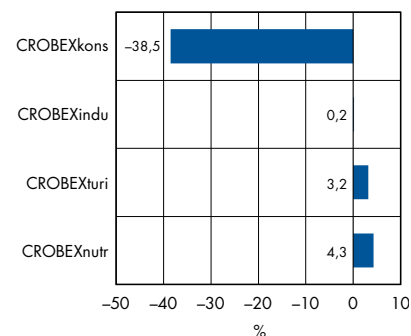
Ana Turudić i Silvija Kranjec

Valuacija dioničkog tržišta nasuprot prinosu na obveznice, u povijesnom kontekstu



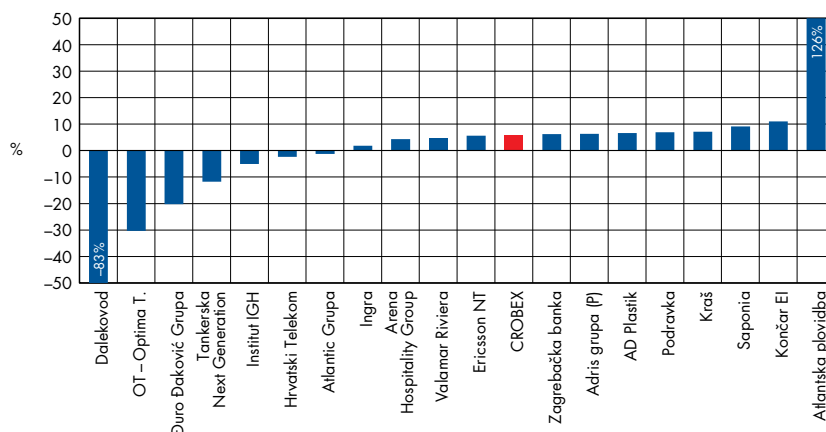
*E/P se odnosi na omjer zarade po dionici i cijene
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Povrati sektorskih indeksa Zagrebačke burze u 2. tromjesečju 2021.



* povrati izračunati na datum 30.6.2021.

Povrati CROBEX sastavnica u 2. tromjesečju 2021. (dividende nisu uključene)*



* povrati izračunati na datum 30.6.2021. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Ekonomika i financijska istraživanja

Zrinka Živković Matijević, direktorica; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr
 Elizabeta Sabolek Resanović, ekonomski analitičar; tel.: 01/46 95 099, e-adresa: elizabeta.sabolek-resanovic@rba.hr
 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 – Eurospski tečajni mehanizam

ESB – Eurospka središnja banka

Eurostat – Statistički ured Europske unije

f – prognoza (*forecast*)

Fed – *Federal Reserve System*

GBP – funta

god., g – godina

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

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 9. srpnja 2021.

Publikacija odobrena od strane urednika: 14. srpnja 2021. u 9:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 14. srpnja 2021. u 10:30 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.rbinternational.com/concepts.php>

Prilikom objave analize, preporuka je određena koristeći gore definirane rasponne. 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.