

RBAAnalize

broj 83
siječanj 2022.

Inflacija ne posustaje

- Nastavak rasta i jačanje inflatornih pritisaka
- Neizbježno stezanje monetarnih politika
- Na vratima euro područja
- Povratak volatilnosti na dionička tržišta

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Baraš Roland

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Rastuća neizvjesnost i inflacija (još uvijek) ne ugrožavaju optimistične izglede.....	5
---	---

Realni sektor, tržište rada

Nastavak snažnog rasta i povoljnih izgleda.....	6
---	---

Platna bilanca i inozemni dug

Rast na krilima turizma i EU novca	8
--	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

Ususret euru uz stabilan tečaj i sve snažniju inflaciju	9
---	---

Politike središnjih banaka ECB – Fed

Fed: Ciklus podizanja kamatnih stopa započinje u ožujku	12
---	----

Fiskalna politika i tržište duga

Fiskalna politika: oporavak na krilima gospodarskog rasta i EU novca	13
--	----

Financijski sustav

Smanjeni troškovi rizika podržavaju porast rezultata poslovanja	16
---	----

Tržište dionica

Očekivani uspon globalnih dioničkih tržišta i u 2022.	17
--	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.f	2022.f	2023.f	2024.f	2025.f
BDP i proizvodnja										
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	3,5	3,4	2,9	3,5	-8,1	9,2	4,4	4,1	3,5	3,0
Potrošnja kućanstava, % (stalne cijene)	3,1	3,2	3,3	4,0	-5,3	10,2	4,2	3,8	3,0	2,7
Bruto investicije u fiksni kapital, % (stalne cijene)	5,0	1,5	3,8	9,8	-6,1	9,1	11,0	8,9	7,0	6,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	47.271	49.913	52.718	55.604	50.225	56.391	60.029	63.740	67.290	70.487
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	11.174	11.942	12.716	13.349	12.186	14.502	15.515	16.515	17.457	18.298
Trgovina na malo, % promjena, realno ¹	4,4	4,4	3,9	3,6	-5,5	12,1	4,5	3,5	4,0	2,0
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena ¹	1,4	-1,0	0,6	-2,7	-3,4	6,7	4,2	3,3	3,0	2,5
Cijene, nezaposlenost i proračun										
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	0,2	1,2	0,8	1,3	-0,7	5,5	1,9	1,5	1,5	1,6
%, prosjek	-1,1	1,1	1,5	0,8	0,1	2,6	3,6	2,0	1,8	1,5
Proizvođačke cijene ² , %, kraj razdoblja	0,1	2,1	0,6	1,5	-1,2	19,7	0,5	1,3	1,2	2,0
%, prosjek	-4,1	2,1	2,3	0,8	-2,0	9,7	10,7	1,0	1,5	2,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	14,7	12,4	9,9	7,8	9,0	8,1	7,5	7,2	7,0	6,7
Prosječna neto plaća (HRK), pr	5.685	5.984	6.241	6.582	6.763	7.113	7.410	7.669	7.938	8.216
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-0,9	0,8	0,2	0,3	-7,4	-4,0	-2,9	-2,6	-2,5	-2,1
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	284,1	285,4	286,6	293,2	330,2	353,9	364,5	368,6	385,2	400,2
% BDP-a	79,8	76,7	73,3	71,1	87,3	83,5	80,6	76,8	76,0	75,4
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	22.248	24.624	26.103	28.242	21.122	28.480	31.300	33.335	35.135	36.891
% promjena	7,3	10,7	6,0	8,2	-25,2	34,8	9,9	6,5	5,4	5,0
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	21.677	24.273	26.520	28.390	24.531	29.227	31.250	32.500	33.921	35.956
% promjena	5,3	11,9	9,2	6,2	-13,6	19,1	6,9	4,0	4,4	6,0
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ³	2,3	3,5	1,9	3,0	-0,1	2,4	2,7	2,8	2,4	2,4
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	13.514	15.706	17.438	18.560	18.942	24.200	24.500	24.700	24.700	24.700
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	7,5	7,8	7,9	7,9	9,3	9,9	9,4	9,1	8,7	8,2
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ⁴	369	447	1.057	1.212	1.279	2.000	2.100	1.850	1.800	1.900
Noćenja turista, % promjena	9,1	10,5	4,0	1,8	-55,2	73,1	35,1	4,5	3,0	3,0
Inozemni dug, mlrd. EUR	44,7	43,5	42,6	40,3	40,1	44,1	45,9	46,6	48,1	49,2
Inozemni dug, kao % BDP-a ³	94,5	87,2	80,8	72,4	79,8	78,3	76,4	73,1	71,4	69,8
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ³	200,8	176,9	163,1	142,6	189,7	154,8	146,6	139,8	136,9	133,4
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	7,17	6,27	6,47	6,65	6,14	6,65	6,55	6,28	6,13	6,13
pr, USD/HRK	6,80	6,62	6,28	6,62	6,61	6,36	6,64	6,41	6,14	6,13
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,56	7,44	7,41	7,44	7,54	7,52	7,53	7,53	7,53	7,53
pr, EUR/HRK	7,53	7,46	7,42	7,41	7,53	7,52	7,53	7,53	7,53	7,53
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	83,5	99,4	120,0	137,2	160,4	187,1	195,3	204,1	214,3	221,8
% promjena	18,1	19,1	20,7	14,3	16,9	16,7	4,4	4,5	5,0	3,5
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	300,9	307,2	324,0	333,3	364,47	402,74	416,83	429,34	438,35	443,17
% promjena	4,7	2,1	5,5	2,9	9,3	10,5	4,0	3,0	2,1	1,1
Plasmani, mlrd. HRK, kr	221,5	218,9	223,2	229,5	238,51	246,85	254,26	263,16	272,37	281,90
% promjena	-3,7	-1,2	2,0	2,8	3,9	3,5	3,0	3,5	3,5	3,5
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	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	5,5	4,3
Mađarska	4,6	-5,2	6,5	4,5
Češka	3,0	-5,8	2,6	4,1
Slovačka	2,6	-4,4	3,0	4,4
Slovenija	3,3	-4,2	7,1	4,5
SE	4,1	-3,9	4,9	4,3
Rumunjska	4,2	-3,7	6,2	4,7
Bugarska	3,7	-4,2	4,5	4,0
Hrvatska	3,5	-8,1	9,2	4,4
Srbija	4,3	-0,9	6,5	4,5
BiH	2,8	-3,2	6,8	3,6
Albanija	2,1	-4,0	8,8	4,4
JIE	3,9	-4,0	6,5	4,5
Rusija	2,0	-3,0	3,9	1,5
Ukrajina	3,2	-3,8	3,0	3,3
Bjelorusija	1,3	-0,9	1,7	0,5
IE	2,1	-3,0	3,8	1,7
Austrija	1,5	-6,7	5,3	4,5
Njemačka	1,1	1,1	-4,6	2,8
Europodr.	1,6	-6,5	5,1	4,0
SAD	2,9	2,3	-3,4	5,6

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	7,2	-8,4	7,4	7,2
Mađarska	12,2	-9,5	9,3	6,1
Češka	5,9	-7,5	3,1	6,5
Slovačka	6,7	-11,6	3,5	12,0
Slovenija	5,5	-8,2	14,1	9,5
SE	7,5	-8,6	6,7	7,4
Rumunjska	12,9	4,1	6,5	8,5
Bugarska	4,5	-5,1	4,5	5,0
Hrvatska	9,8	-6,1	9,1	11,0
Srbija	17,2	-2,3	7,0	8,0
BiH	6,4	-10,4	7,7	9,0
Albanija	-3,7	-2,0	6,6	-0,7
JIE	10,7	-0,4	6,7	8,1
Rusija	1,5	-4,3	7,4	2,8
Ukrajina	14,2	-24,4	9,6	8,7
Bjelorusija	6,2	n.v.	n.v.	n.a.
IE	2,7	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	4,8	-5,2	5,7	1,7
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Europodr.	6,7	-7,3	3,5	4,0
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	0,5	3,5	0,0	-0,2
Mađarska	-0,8	-1,5	-1,1	-1,0
Češka	0,3	3,6	-0,1	0,2
Slovačka	-2,7	-0,4	-0,8	-2,0
Slovenija	5,9	7,5	3,3	3,9
SE	0,2	2,7	-0,1	-0,2
Rumunjska	-4,9	-5,0	-7,0	-7,0
Bugarska	3,1	0,2	1,8	4,0
Hrvatska	3,1	0,0	2,4	2,7
Srbija	-4,7	-4,1	-2,0	-2,7
BiH	-3,5	-3,8	-2,8	-3,2
Albanija	-7,9	-8,9	-7,8	-6,7
JIE	-2,7	-3,6	-3,9	-3,6
Rusija	3,8	2,2	7,7	6,9
Ukrajina	-2,7	3,8	-1,0	-1,9
Bjelorusija	-2,0	-0,2	-0,3	-3,2
IE	3,1	2,3	6,6	5,7
Austrija	7,8	7,4	7,0	6,8
Njemačka	2,3	2,0	2,5	2,2
Europodr.	-2,1	-2,2	-2,9	-3,3
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	-3,5	-2,7
Mađarska	-2,1	-8,3	-7,6	-5,0
Češka	0,3	-6,1	-6,2	-3,8
Slovačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Slovenija	0,4	-7,7	-6,3	-3,8
SE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Rumunjska	-4,4	-9,3	-7,5	-6,1
Bugarska	-1,0	-3,0	-4,0	-2,0
Hrvatska	0,3	-7,4	-4,0	-2,9
Srbija	0,2	-8,3	-4,5	-3,0
BiH	1,9	-5,3	-2,4	-1,7
Albanija	-1,9	-6,8	-5,3	-4,9
JIE	-2,4	-7,8	-5,9	-4,5
Rusija	1,8	-3,8	-0,2	1,0
Ukrajina	-2,2	-5,9	-3,5	-2,7
Bjelorusija	2,7	-1,4	-2,7	-2,2
IE	1,5	-3,9	-0,6	0,5
Austrija	1,9	1,5	-4,3	-5,4
Njemačka	-0,6	-7,2	-7,0	-3,5
Europodr.	-3,8	-4,7	-15,0	-12,4
SAD	-4,6	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	45,6	57,5	57,6	55,8
Mađarska	65,4	80,1	79,1	77,2
Češka	30,1	37,8	41,5	42,0
Slovačka	48,1	59,7	62,4	61,8
Slovenija	65,6	79,8	77,3	76,3
SE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Rumunjska	35,3	47,2	48,9	51,8
Bugarska	19,7	24,4	26,7	27,4
Hrvatska	71,1	87,3	83,5	80,6
Srbija	52,0	n.v.	59,1	56,4
BiH	32,8	36,6	36,2	35,6
Albanija	65,8	75,7	77,7	75,5
JIE	40,1	n.v.	51,2	52,1
Rusija	12,4	17,9	n.v.	n.v.
Ukrajina	50,2	60,4	49,7	46,8
Bjelorusija	34,0	39,3	40,3	39,9
IE	16,2	22,6	n.v.	n.v.
Austrija	61,3	58,9	68,7	71,2
Njemačka	83,6	97,3	98,0	96,0
Europodr.	107,2	108,7	132,9	132,2
SAD	106,0	129,0	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	59,2	58,0	n.v.	n.v.
Mađarska	72,3	83,7	79,0	73,7
Češka	76,2	76,1	72,4	65,3
Slovačka	112,2	120,5	118,6	111,5
Slovenija	90,5	104,1	97,4	92,6
SE	70,9	73,1	n.v.	n.v.
Rumunjska	49,2	57,9	56,1	55,4
Bugarska	57,6	63,5	66,8	65,2
Hrvatska	72,5	79,8	78,3	76,4
Srbija	61,4	68,4	65,8	62,0
BiH	64,0	65,3	62,4	61,7
Albanija	60,0	65,6	65,6	62,4
JIE	55,4	62,7	61,6	60,1
Rusija	29,1	31,9	n.v.	n.v.
Ukrajina	79,1	80,3	66,0	59,8
Bjelorusija	64,6	70,1	66,9	70,4
IE	34,3	37,7	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Europodr.	123,7	135,6	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjeak)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	4,30	4,44	4,56	4,51
Mađarska	325,3	351,2	358,5	363,8
Češka	25,7	26,5	25,6	24,6
Slovačka	1,00	1,00	1,00	1,00
Slovenija	1,00	1,00	1,00	1,00
SE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Rumunjska	4,75	4,84	4,92	4,97
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Hrvatska	7,42	7,53	7,53	7,53
Srbija	117,8	117,6	117,6	117,7
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	123,0	123,8	122,7	121,0
JIE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Rusija	72,4	82,7	87,2	83,0
Ukrajina	29,0	30,7	32,2	31,7
Bjelorusija	2,34	2,78	3,03	3,36
IE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Europodr.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
SAD	1,18	1,12	1,14	1,18

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Rejting*

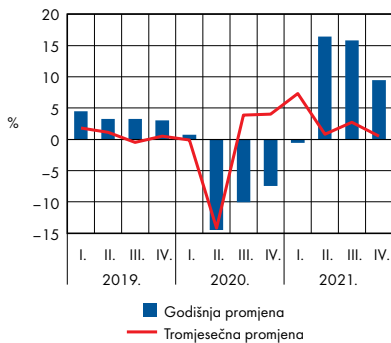
	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	A-	A2	A-
Mađarska	BBB	Baa2	BB+
Češka	AA-	Aa3	AA-
Slovačka	A+	A2	A
Slovenija	AA-	A3	A
SE	n.v.	n.v.	n.v.
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Bugarska	BBB	Baa1	BBB
Hrvatska	BBB-	Baa3	BBB
Srbija	BB+	Ba2	BB+
BiH	B	B3	NR
Albanija	B+	B1	NR
JIE	n.v.	n.v.	n.v.
Rusija	BBB-	Baa3	BBB
Ukrajina	B	B3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

* dugoročno zaduživanje, strana valuta
Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Nastavak snažnog rasta i povoljnih izgleda

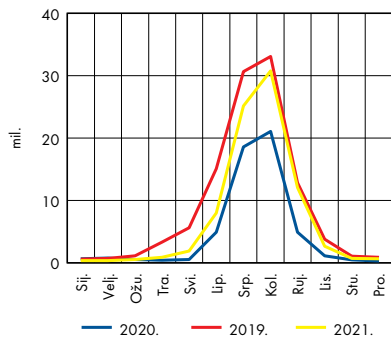
- Široko rasprostranjeni rast se nastavlja
- Investicije kao ključ u 2022.

BDP, realna promjena



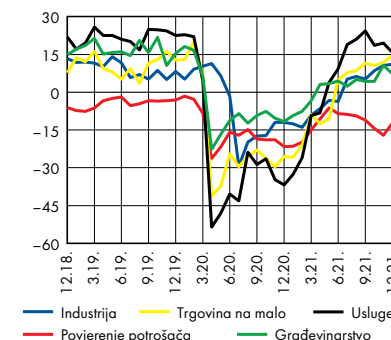
Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Noćenja turista



Izvor: HTZ, Raiffeisen istraživanja

Indeksi povjerenja



Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Povoljna epidemiološka situacija, blaže mjere za suzbijanje pandemije i blizina emitivnih tržišta uz percepciju sigurnog te kulturno i prirodno atraktivnog odredišta podržali su iznimno visoki gospodarski rast u trećem tromjesečju. S realnom godišnjom stopom rasta od 15,8% dinamika oporavka bila je najsnažnija među državama članicama EU, a takvim kretanjima osobito je pridonio izvoz usluga i osobna potrošnja. Glavnu turističku sezonu Hrvatska je zaključila s 69,8% više dolazaka i 66,3% više noćenja u odnosu na 2020. što u noćenjima predstavlja preko 90% ostvarenja povijesno uspješne 2019. Ipak, već poznati podaci iz platne bilance RH s inozemstvom potvrdili su da su prihodi od putovanja u razdoblju srpanj – rujanj s iznosom 6,8 mlrd. eura nadmašili isto razdoblje 2019. za 2,2%.

Prvi visokofrekventni pokazatelji **posljednjeg tromjesečja 2021.** potvrđuju nastavak rasta, ali uz primjetno usporavanje gospodarske aktivnosti. Uz uobičajene sezonske obrasce na tržištu rada na godišnjoj razini nastavljen je rast zaposlenosti, pad nezaposlenosti i rast plaća. Stoga, uz takva kretanja i učinak baznog razdoblja ne iznenađuje godišnji rast promet od trgovine na malo, čak i unatoč pogoršanju raspoloženja i očekivanja potrošača. Ona su prvenstveno pod nepovoljnim utjecajem percepcije inflacije i očekivanja da će se snažniji inflatorni pritisci nastaviti narednih mjeseci. Poslovni optimizam zadržao se i tijekom posljednjeg tromjesečja iznad dugoročnog prosjeka, a u nekim djelatnostima poput građevinarstva i iznad razina iz prethodnog tromjesečja. S druge strane pogoršanje epidemiološke situacije vjerojatno je nepovoljno utjecalo na optimizam kod usluga, a poremećaji u globalnim lancima opskrbe te veće cijene inputa na optimizam u industriji. Ipak, uz umjerene stope rasta obujam industrijske proizvodnje nastavio je rasti i na tromjesečnoj i na godišnjoj razini. Za sada dostupni podaci o vanjskotrgovinskoj razmjeni potvrđuju dinamiziranje aktivnosti i dvoznamenkast stope rasta i kod izvoza i uvoza, ali budući da se radi o nominalnim iznosima treba biti svjestan utjecaja rastućih cijena osobito u segmentu mineralnih goriva i maziva. Zaključno, očekujemo da će i posljednje tromjesečje donijeti solidnu stopu rasta gospodarske aktivnosti i približiti se ostvarenju iz prva tri tromjesečja kada je gospodarstvo raslo po stopi od 10,6%. S tako projiciranim ostvarenjem prognozirana stopa rasta za 2021. od 9,2% izložena je zasigurno pozitivnim rizicima. U svakom slučaju realna gospodarska aktivnost u 2021. godini uspjela je nadmašiti razinu iz 2019. i tako zatvoriti negativan jaz domaćeg proizvoda. Očekujemo da će izvoz roba i usluga biti predvodnik rasta, ali pozitivan doprinos doći će od svih sastavnica domaće potražnje osobito osobne potrošnje i investicija. Iako se očekuje i rast uvoza roba i usluga, doprinos neto inozemne potražnje biti će pozitivan zbog viših stopa izvoza roba i usluga.

2022. trebala bi donijeti nastavak solidnih stopa rasta gospodarstva iako primjetno nižih zbog učinka baznog razdoblja. Predvodnik rasta trebale bi postati investicije podržane prije svega izdašnim sredstvima u okviru Nacionalnog programa oporavka i otpornosti čija se prva isplata očekuje tijekom prvog tromjesečja. Određeni rizik i dalje predstavljaju poremećaji u dobavnim lancima i rastući troškovi koji stvaraju povećanu neizvjesnost i time predstavljaju rizik projekcije investicijske aktivnosti osobito privatnog sektora. Naime, poremećaji u lancima

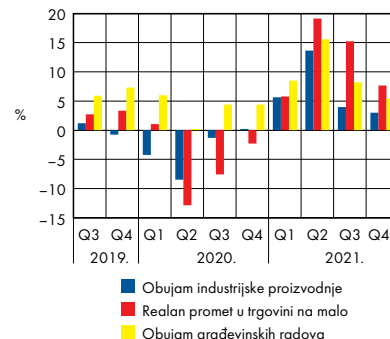
opskrbe i rastući troškovi prijevoza uz nestabilne i teško predvidive cijene energije brzo i lako se prelijevaju u malo i otvoreno gospodarstvo poput Hrvatskog.

Osobna potrošnja podršku će pronalaziti u nastavku rasta plaća, umjerenom rastu zaposlenosti i očekivanjima da će i ovogodišnja turistička sezona biti uspješna osobito ako se realiziraju naše projekcije o polaganom smirivanju pandemije. Očekujemo nastavak solidnih, pa čak i dvoznamenkastih, stopa rasta i izvoza i uvoza roba i usluga budući da će prema trenutnim projekcijama najvažniji trgovinski partneri Hrvatske također bilježiti solidne stope rasta. Uz to u drugoj polovici 2022. godine ipak bi se trebali normalizirati globalni lanci opskrbe. Rizici za ostvarenje rasta od 4,4% u 2022. su uravnoteženi.

Novi (srednjoročni) model rasta trebao bi biti temeljen na investicijama financiranim pomoćima iz EU ukupne vrijednosti preko 6 mlrd eura. Osim samog rasta, cilj je stvoriti otpornije i održivije gospodarstvo koji promiče zelenu i digitalnu tranziciju, ali i rješava izazove i probleme identificirane u okviru europskog semestra (poput socijalnog, zdravstvenog ili obrazovnog sustava, reforma pravosuđa itd.) na način da se povlačenje europskih sredstva veže za prethodno ispunjavanje mjerila neophodnih za provođenje reformi i investicija.

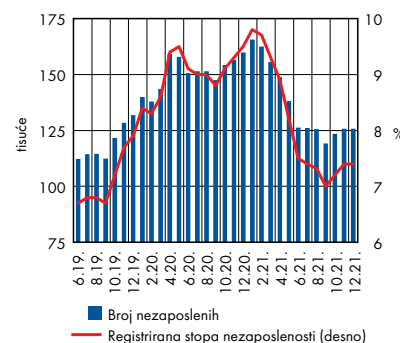
Zrinka Živković Matijević

Visokofrekventni pokazatelji, godišnje promjene



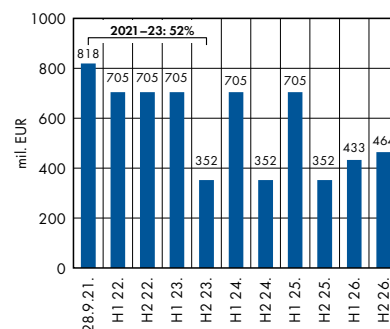
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Plan plaćanja NPOO

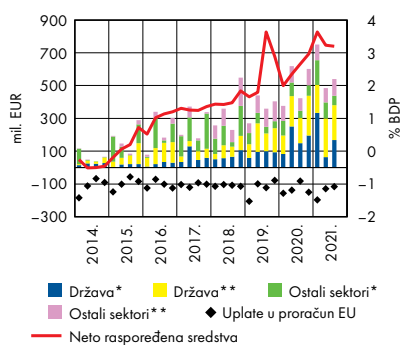


Izvori: EK VRH, Raiffeisen istraživanja

Rast na krilima turizma i EU novca

- Krajem rujna višak tekućeg računa 3,7% BDP-a
- Snažan rast prihoda od turizma u trećem tromjesečju

Transakcije s proračunom EU-a

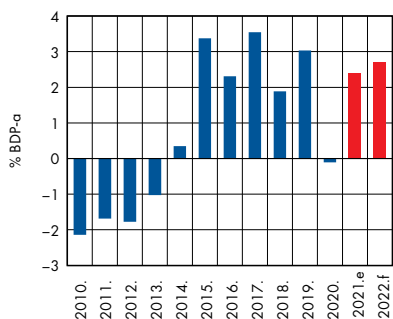


*tekući prihodi; **kapitalni prihodi
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

U trećem tromjesečju 2021. na tekućem i kapitalnom računu ostvaren je višak od 4,7 mlrd. eura što na godišnjoj razini predstavlja rast za 2,5 mlrd. eura ili 110%. Pri tome je višak na tekućem računu platne bilance dosegnuo 4,4 mlrd. eura (119% više u odnosu na isto razdoblje 2020.). Promatrano kumulativno u posljednja četiri tromjesečja, višak na tekućem računu platne bilance iznosio je 3,7% BDP-a, a uključujući i kapitalni račun, zabilježen je višak od 6,0% BDP-a. Povoljnim ostvarenjima u trećem tromjesečju 2021. najviše su, očekivano, pridonijeli izvrsni rezultati u turizmu prema kojima su prihodi od putovanja u razdoblju od srpnja do rujna dosegli gotovo 6,8 mlrd. eura te tako bili viši od istog razdoblja 2019. (+ 2,2%).

Unatoč očekivanom manjku tekućeg računa u posljednjem tromjesečju, njegov saldo na razini cijele 2021. godine približiti će se razini od 2,5%. Snažniji neto izvoz usluga, ponajviše od putovanja, te u manjoj mjeri snažniji neto priljev osobnih doznaka i korištenja EU sredstava trebali bi nadomjestiti rast manjka na podračunu roba te rast profitabilnosti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu. Podsjetimo, u uvjetima ograničenja provođenja raspodjela kreditnih institucija od siječnja do 1. listopada 2021. snažan rast profitabilnosti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu odrazio se na rast zadržane dobiti. Nadalje, prema navodima iz središnje banke, pozitivan saldo transakcija s EU proračunom mogao bi se povećati s 3,7% BDP-a u 2020. na 4,2% BDP-a u 2021.

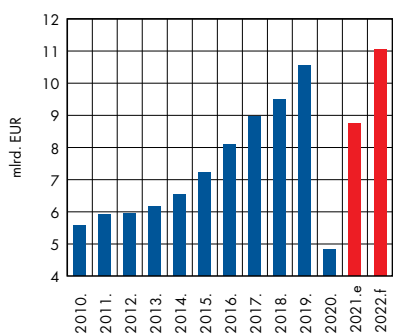
Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

U godini pred nama, nastavak rasta neto izvoza usluga bit će podržan daljnjim oporavkom prihoda od turizma koji će vjerojatno preskočiti razinu iz rekordne 2019. To će, uz ubrzanje apsorpcije sredstava iz EU fondova biti glavni generatori daljnjeg rasta viška na tekućem i kapitalnom računu. Snažnije povlačenje i korištenje EU novca se ponajprije odnosi na snažnije korištenja sredstava iz instrumenta za oporavak i otpornost, Next Generation EU, ali i iz nove financijske perspektive 2021. – 2027. S druge strane, rast viška mogao bi ublažiti daljnji rast manjka u robnoj razmjeni s inozemstvom, a u znatno manjoj mjeri i rast dobiti domaćih banaka i poduzeća u stranom vlasništvu.

Prihodi od turizama



Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

U projekcijama budućih kretanja na računima platne bilance prevladavaju negativni rizici. Neizvjesnost oko epidemiološke situacije u Hrvatskoj, ali i u zemljama našim vodećim emitivnim partnerima utječe na pretpostavljene projekcije kretanja prihoda od turizma. Dodatno, i posljednje geopolitičke tenzije potencijalno bi se mogle nepovoljno odraziti na turistička kretanja. Osim toga, ne smijemo zanemariti posljednje snažnije inflatorne pritiske, posebno u cijenama energenata i ostalih sirovina, koji bi mogao rezultirati višom neto vrijednosti njihovog uvoza. Kod međunarodne razmjene dobara prisutni su i rizici povezani s nestašicom nekih od ključnih resursa u proizvodnom procesu. Konačno, iako Hrvatskoj na raspolaganju stoje izdašna sredstva iz fondova EU-a kao negativan rizik za našu prognozu vidimo, iako poboljšani, još uvijek slab projektni kapacitet državne uprave. Dinamika gospodarskog oporavka glavnih inozemnih trgovinskih partnera također predstavlja značajan rizik zbog utjecaja na izvoz roba.

Elizabeta Sabolek Resanović

Ususret euru uz stabilan tečaj i sve snažniju inflaciju

- **Stabilan EUR/HRK, paritetni tečaj kao tečaj konverzije**
- **Daljnje jačanje inflatornih pritisaka**

Ni posljednje tromjesečje 2021. godine nije donijelo uzbuđenja na **deviznom tržištu**. Uz nisku volatilitet i tek lagane deprecijacijske pritiske na kunu trgovanje se odvijalo između 7,497 i 7,539 kuna za euro. Na tečajnici HNB-a, godina je zaključena uz srednji tečaj od 7,5119 kuna za euro što je 0,56% niža razina u odnosu na kraj 2020. Prosječni tečaj u 2021. od 7,524 kune za euro bio je tek 0,11% niži u odnosu na prethodnu godinu pa kuna i dalje ostaje jedna od najstabilnijih valuta regije. Štoviše ulaskom u ERM2 njezina volatilitet dodatno se smanjila potvrđujući očekivanja da će paritetni tečaj (7,5345 kuna za euro) ujedno biti i tečaj konverzije prilikom ulaska u euro područje 1.1.2023.

Odluku hoće li Hrvatska slijedeće godine postati 20 članica euro područja kao i koji će biti tečaj konverzije trebalo bi donijeti Vijeće na preporuku Europske komisije u ljeto ove godine. Do tada očekujemo nastavak stabilnosti tečaja uz minimalnu volatilitet te uobičajenu, ali nešto nižu sezonalnost. (Očekivana) kretanja na tekućim i kapitalnim računima podrazumijevaju izdašne priljeve deviza posebice potpomognute priljevima iz EU fondova. Ipak, kako se (barem do sada) konverzija odvijala preko središnje banke po toj osnovi nema opasnosti za stabilnost tečaja. U razdoblju od siječnja do studenog HNB je neto otkupio od Ministarstva financija 3,1 mlrd. eura kreiravši tako 23,5 mlrd. kuna primarnog novca. S druge strane, povijesna razina međunarodnih pričuva i valutni swap s ESB-a jamstvo su stabilnosti u slučaju neočekivanih pritisaka u smjeru slabljenja valute.

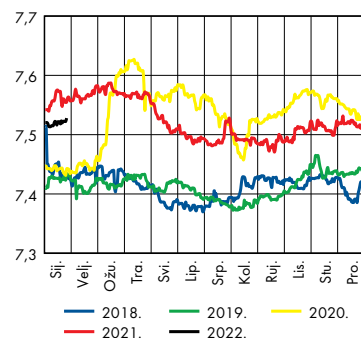
U svakom slučaju očekujemo da će **središnja banka** ostati **dosljedna politici stabilnog tečaja** te u slučaju potrebe koristiti devizne intervencije (u oba smjera).

Stabilnost tečaja dakle ostaje neupitno sidro monetarne politike koja će i dalje (vjerojatno sve do ulaska u euro područje) imati ekspanzivan karakter čak i unatoč izraženijim inflatornim pritiscima. **Dnevni višak kunske likvidnosti** nastavio je rasti i tijekom siječnja premašio 78 mlrd. kuna ne dopuštajući pomak kamatnih stopa na tržištu novca. HNB je nastavio održavati redovite tjedne operacije uz fiksnu stopu od 0,05%, ali u uvjetima visoke likvidnosti nije bilo interesa banaka pa središnja banka nije plasirala sredstva putem ovog instrumenta monetarne politike.

Ipak, po prvi put od prosinca 2011., na aukciji trezorskih zapisa Ministarstva financija dogodio se **minimalan, ali ipak pozitivan pomak prinosa** na jedno-godišnjem dospelju (s 0,00 na 0,01%) sramežljivo pokazujući da je razdoblje pada i povijesno niskih kamatnih stopa završeno.

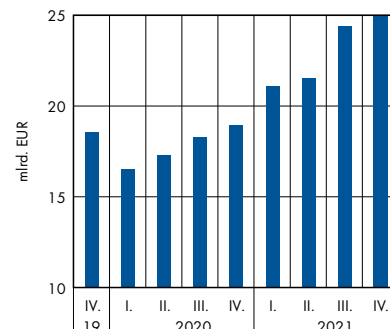
U drugoj polovici godine, a osobito u posljednjem tromjesečju, **ubrzao se godišnji rast potrošačkih cijena** ponajviše kao rezultat sve snažnijeg rasta cijena hrane koje je započeo polovicom prošle godine. Tako se rast cijena hrane, koje čini gotovo četvrtinu potrošačke košarice, pridružio cijenama energije, duhana i alkoholnih pića te cijenama smještaja. Naposljetku, u prosincu je godišnja stopa inflacije dosegla najvišu razinu od listopada 2008. (5,5%) zaokruživši tako statistiku za cijelu **2021.** U prošloj su godini cijene mjerene indeksom potrošačkih dobara i usluga u prosjeku porasle za **2,6%**.

Srednji tečaj EUR/HRK



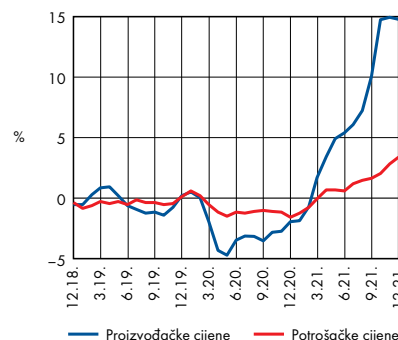
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto međunarodne pričuve



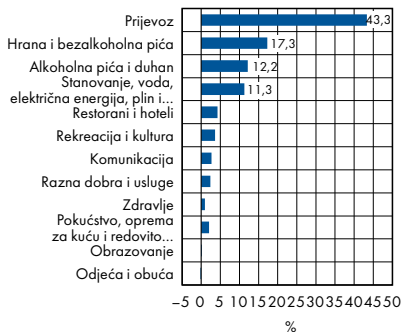
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Kretanje inflacije



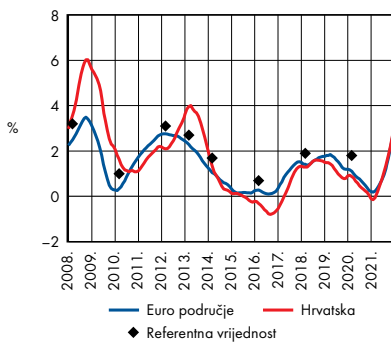
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Doprinosi sastavnica ukupnoj inflaciji u 2021.



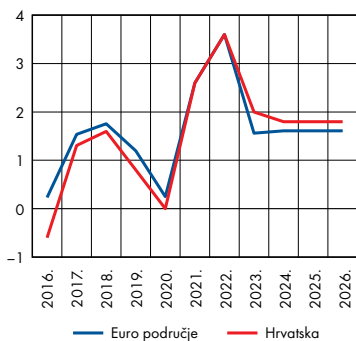
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

HICP, 12-mj. pomični prosjek



Izvori: Eurostat, ESB, Raiffeisen istraživanja

Očekivano kretanje inflacije potrošačkih cijena



Izvori: Eurostat, ESB, Raiffeisen istraživanja

Najveći doprinosi snažnijim inflatornim pritiscima u 2021. došao je od porasta cijene energije (1,2 postotna boda ili preko 46%) osobito naftnih derivata koji zrcale kretanja na svjetskim robnim tržištima sirove nafte. Probudena inflacija hrane (i bezalkoholnih pića) doprinijela je 0,4 pb ili preko 17%, a odražava osim uvezenih troškovnih pritisaka i vremenske neprilike. Naposljetku i proljetno povećanje trošarina na duhan i alkoholna pića izvršilo je pritisak na te proizvode pa njihove više cijene objašnjavaju dodatnih 0,3 pb. Izgledno je da do sada povećanje sirovina na svjetskom tržištu, kao i utjecaj poremećaja u globalnim opskrbnim lancima, još uvijek nisu odigrali značajniju ulogu u godišnjem rastu potrošačkih cijena. Naime, industrijski proizvodi (bez hrane i energije) su u prošloj godini porasli za samo 0,6% uz doprinos ukupnom rastu potrošačkih cijena za 0,2 pb ili 6,6%.

I tijekom **2022. inflatorni pritisci** i dalje će biti uvjetovani ograničenjima na strani ponude, tj. pritiscima na **cijene energije i hrane** te poremećajima u opskrbnim lancima. Oni bi u prvom ovogodišnjem tromjesečju trebali dosegnuti svoj vrhunac dodatno podržani i učinkom baznog razdoblja. Pri tome se i dalje očekuje najveći doprinos cijena hrane. S druge strane najveći pritisak na rast cijena od početka drugog tromjesečja izgledan je uslijed administrativnog povećanja cijena plina i električne energije budući da će 1. travnja Hrvatska energetska regulatorna agencija objaviti nove cijene energenata za kućanstva. Uz pretpostavku normalizacije globalnih lanaca opskrbe i tržišta sirovina, treće tromjesečje 2022. donijet će smirivanje, a s približavanjem kraja godine i usporevanje dinamike rasta cijena prema razinama od oko 2%. Ipak, navedeno neće biti dovoljno da vrati stopu inflacije potrošačkih cijena prema razinama iz prošle godine. Štoviše, prema našim očekivanjima ona će u 2022. dosegnuti 3,6% što je najviša razina od 2008.

Pritisci na strani potražnje ostaju uglavnom uravnoteženi budući da bi inflacija potražnje uslijed očekivanog nominalnog rasta plaća i raspoloživog dohotka mogla biti prigušena rastućim troškovima.

Opisana kretanja i dalje ne odražavaju uobičajeni obrazac inflatornih kretanja (prije COVID-a 19) i uglavnom su generirana inflacijom na strani ponude (energija i hrana). Stoga monetarna politika u Hrvatskoj ima ograničene instrumente za reagiranje protiv inflacije troškova pa se dio inflatornih pritisaka pokušava obuzdati administrativnim ograničenjem cijena goriva, što smo vidjeli tijekom listopada i studenog. Uz to ne treba isključiti potencijalno smanjivanje PDV-a na određena dobra ili usluge.

Slična dinamika cijena, ali i izvori inflatornih pritisaka očekuju se i u euro području. Naime, u 2022. prosječna stopa rasta potrošačkih cijena u euro području trebala bi zabilježiti ubrzanje na 3,6% također predvođena rastom cijena energije i hrane, s povratkom ispod 2% u 2023. Navedena "usklađenost" prognoza ne iznenađuje budući da je povijesno gledano, dugoročna stopa inflacije Hrvatske blizu prosjeka euro područja (oko 1,5% u posljednjih petnaest godina). Osim toga valja istaknuti da Hrvatska u usporedbi s drugim državama Srednje Europe i dalje ima nižu stopu inflacije, a poslovni ciklusi su visoko usklađeni s euro područjem.

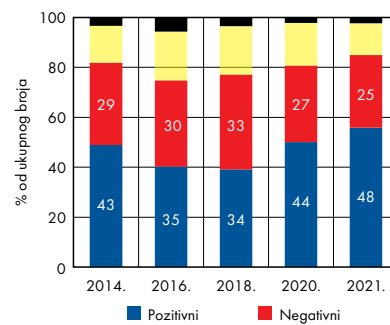
Ipak, u kontekstu strateškog cilja Hrvatske za prihvaćanje eura 2023. inflacijski kriterij čini se trenutno najizazovnijim. Naime, prilikom ocijene zadovoljava li država člancima kriterije iz Maastrichta u izračun inflacije ulaze države članice EU s najnižom stopom harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena. Trenutačno su to Grčka, Malta i Portugal. Ostaje za vidjeti kakav će biti budući kratkoročni razvoj

inflacije u tim državama, a ne isključujemo mogućnost da se neke od država u proljetnom Izvješću o konvergenciji ESB-a proglasi izuzetkom (eng. outlier). Koncept izuzeća već je korišten u prethodnim izvješćima o konvergenciji ESB-a (primjerice 2004.). Država članica smatra se izuzećem ako su ispunjena dva uvjeta: 12 – mjesečna prosječna stopa inflacije znatno je niža od usporedivih stopa u drugim državama članicama te ukoliko su kretanja cijena bila pod snažnim utjecajem iznimnih čimbenika. Princip izuzeća ne podrazumijeva nikakav automatski pristup isključivanju određenih država članica, ali je uveden kako bi se na odgovarajući način riješile potencijalno značajne distorzije u kretanju inflacije u pojedinim državama.

U srednjem roku predviđamo da će inflatorni pritisci u Hrvatskoj pratiti trendove u euro području (s blago višim stopama rasta), 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

Preferencije građana glede uvođenja eura



Izvori: EC, Eurobarometer, Raiffeisen istraživanja

Ulazak u euro područje

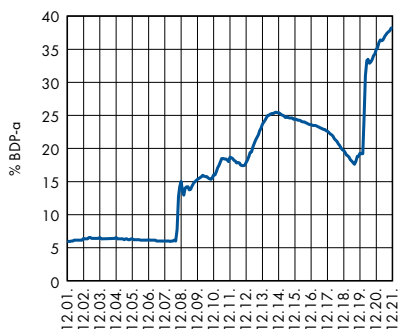
	Ulazak u ERM II	Prihvatanje eura	Godine u ERM 2
Grčka	1.1.99.	1.1.01.	2,0
Slovenija	28.6.04.	1.1.07.	2,5
Cipar	2.5.05.	1.1.08.	2,7
Malta	2.5.05.	1.1.08.	2,7
Slovačka	28.11.04.	1.1.09.	3,1
Estonija	28.6.04.	1.1.11.	6,5
Latvija	2.5.05.	1.1.14.	8,7
Litva	28.6.04.	1.1.15.	10,5
Bugarska	10.7.20.		
Hrvatska	10.7.20.		

Izvori: ESB, Raiffeisen istraživanja

Fed: Ciklus podizanja kamatnih stopa započinje u ožujku

- ESB najavila stezanje monetarne politike
- Fed: prvo podizanje referentnog kamatnjaka u ožujku

Bilanca Feda



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Europska središnja banka je na sastanku u prosincu prilagodila splet mjera monetarne politike i dala jasne smjernice za 2022. koje ukazuju na manje ekspanzivnu monetarnu politiku, čime se ESB pridružuje međunarodnom trendu. S druge strane, pooštavanje monetarne politike vrlo je umjereno u odnosu na druge središnje banke. Neto kupnja obveznica i negativne kamatne stope nastavit će osiguravati odlučnu ekspanzivnu monetarnu politiku, kako bi inflacija u konačnici dugoročno dosegla željenu razinu. Politika negativnih kamatnih stopa zadržat će se vjerojatno do kraja 2022., **no čini se da to nije neopozivo**. Nove smjernice o Programu kupnje imovine otvaraju prostor za prvo povećanje kamatnih stopa krajem 2022./početkom 2023. Ukoliko se povišena inflacija pokaže trajnijom od očekivanja Program neto kupnje imovine mogao bi završiti već u 4.tr. 2022. U takvom scenariju, odmah bi uslijedilo povećanje kamata. Međutim ne očekujemo prvo povećanje kamatnih stopa u 2022. Inflaciju u europodručju pokreće rast cijena energije i neki posebni,

posebice porezni učinci. Tek će se s vremenom pojaviti jasnija slika koliko je inflatorni pritisak trajan. Stoga prestanak politike negativnih stopa očekujemo do kraja 2023. Međutim, postoji veliki rizik da će se to dogoditi i ranije u 2023., (već u 1. tr.). ESB bi najprije trebala povećati raspon referentnih kamatnih stopa (stope depozita i glavna stopa refinanciranja) za 50bb u dva koraka kako bi vratila stope na tržištu novca natrag u pozitivno područje. Obzirom na dinamiku, stope Euribora bi se trebale kretati prema gore u drugoj polovici 2023. U našim predviđanjima mali pomak na krivulji prinosa na tržištu novca mogao bi se vidjeti već u ovoj godini. Nakon posljednjeg zasjedanja **Feda** više nema dvojbi oko početka podizanja referentne stope u ožujku. Smjernice o daljnjoj dinamici podizanja kamatnih stopa, kojom bi se inflacija stavila pod kontrolu, nisu dane. Međutim, unatoč tome J. Powell je ponovio kako je gospodarska situacija značajno drugačija od posljednjeg puta kada je Fed počeo podizati referentne stope te će ove razlike imati važne implikacije na dinamiku prilagodbe monetarne politike. To ustvari odražava puno izazovniju situaciju na tržištu rada dok je inflacija znatno viša nego u 2015. Kao rezultat toga, četiri povećanja stope po 25bb koja su već ugrađena u tržišna i naša očekivanja sada su podložna uzlaznim rizicima. Nadalje, FOMC je odlučio smanjiti neto kupnju imovine u veljači i zaključiti program početkom ožujka. Odbor je nastavio raspravu o normalizaciji bilance, ali još nije donio zaključak. Rasprava će se nastaviti u ožujku, ali se J.

Powell ni tada nije obvezao dati službene smjernice. U posljednjoj izjavi o načelima smanjenja veličine bilance navodi se da će smanjenje bilance započeti nakon što započne proces povećanja kamatnih stopa te da će se ono provoditi na predvidljiv način prvenstveno usklađivanjem reinvestiranja. Primarni instrument prilagođavanja stava monetarne politike je i ostaje referentna kamatna stopa. To implicira da bi se normalizacija bilance mogla staviti na "autopilot", dok bi se kamatna stopa mogla prilagođavati od sastanka do sastanka vodeći se trenutnim podacima i perspektivama. Na temelju trenutnih informacija, lipanj 2022. čini se realnim za početak smanjivanja bilance Feda.

Elizabeta Sabolek Resanović

SAD: kamatne stope i prinosi

	3.22.	12.22.	12.23.	12.24.	12.25.
Fed ref. stopa	0,25	0,75	1,50	2,00	2,50
USD Libor 3mj.	0,15	0,85	1,50	2,15	2,50
2-god. prinis	0,90	1,20	1,65	2,20	2,40
10-god. prinis	1,80	2,00	2,20	2,40	2,60
EUR/USD	1,12	1,15	1,20	1,23	1,23

Izvor: FED, Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Euro područje: kamatne stope i prinosi

	3.22.	12.22.	12.23.	12.24.	12.25.
ESB ref. stopa	0,00	0,00	0,25	0,50	1,00
Depozitna stopa	-0,50	-0,50	-0,25	0,00	0,50
Euribor 3mj.	-0,55	-0,45	0,00	0,20	0,65
Njem. 2-god. prinis	-0,70	-0,55	-0,20	0,10	0,60
Njem. 10-god. prinis	-0,20	0,00	0,30	0,50	0,90

Izvor: ESB, RBI/Raiffeisen istraživanja

Fiskalna politika: oporavak na krilima gospodarskog rasta i EU novca

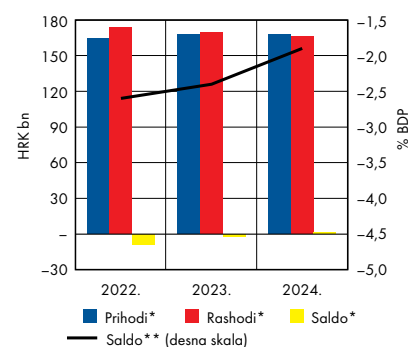
- Bogate aktivnosti na tržištu kapitala
- Kretanje prinosa podržano skorim ulaskom u euro područje

Posljednji dostupni podaci Ministarstva financija upućuju na nastavak povoljnih kretanja u javnim financijama tijekom trećega te početkom četvrtog tromjesečja prošle godine. Prema računskom planu za državni proračun u trećem je tromjesečju prihodna strana zabilježila povoljnija kretanja indirektnih poreza (PDV-a i trošarina) i socijalnih doprinosa u odnosu na isto razdoblje lani. S druge strane, prihodi od izravnih poreza bilježe zamjetan pad u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Na rashodnoj strani proračuna zabilježen je godišnji rast rashoda za korištenje dobara i usluga, pomoći, naknada zaposlenima te subvencija, koje su ipak rasle sporijom dinamikom, odražavajući manje iznose isplaćenih potpora za očuvanje radnih mjesta. Osim toga porasli su i rashodi za nabavu nefinancijske imovine, dok su u suprotnom smjeru djelovali jedino rashodi za kamate. Tijekom listopada lani, prema podacima Ministarstva financija, ostvaren je negativan saldo proračuna središnje države od 1,8 mlrd. kuna, što je poboljšanje od 0,7 mlrd. kuna u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, kao rezultat stagnacije prihoda i smanjenja rashoda. Istodobno, dostupni recentni podaci iz sustava fiskalizacije upućuju na malo povoljnija ostvarenja određenih djelatnosti u posljednjem tromjesečju. Vrijednost fiskaliziranih računa u prošloj godini viša je za preko 21% u odnosu na 2020. godinu.

Projekcije proračuna za ovu te 2023. i 2024. pretpostavljaju daljnju fiskalnu disciplinu koja bi trebala rezultirati sužavanjem manjka opće države na 1,9% u 2024. uz održivu dinamiku smanjenja javnog duga, a sve to u okruženju nastavka rasta gospodarske aktivnosti na krilima osobne potrošnje, ali prije svega intenziviranjem investicijskih aktivnosti. Manjak državnog proračuna u ovoj godini od 9,3mlrd. kuna prema planu financirat će se primicima od financijske imovine i zaduživanja. U strukturi ukupnih primitaka od financijske imovine i zaduživanja najznačajniji dio odnosi se na primitke od izdanih vrijednosnih papira, 32mlrd. kuna, koji se u cijelosti odnose na zaduživanje putem obveznica te primici od zaduživanja inozemnim i domaćim kreditima i zajmovima u iznosu od 8,6mlrd. Detaljnija struktura aktivnosti na domaćem i inozemnom tržištu kapitala nije objavljena. Budući da je u siječnju na dospeljeću bilo 3mlrd. kuna i 500mil. eura VK obveznica, a potom u svibnju slijedi dospeljeće 1,25mlrd. eura euroobveznice te u srpnju 1mlrd. eura VK to implicira aktivnu godinu na tržištima kapitala.

U srednjoročnom razdoblju očekujemo postojanu dinamiku fiskalne konsolidacije uzimajući u obzir s jedne strane pojačanu fiskalnu disciplinu zbog skorog uvođenja eura, a s druge potrebu za snažnijom fiskalnom potporom gospodarstvu. Povratak fiskalnog salda unutar Maastrichških kriterija očekujemo do kraja godine uz postupno smanjivanje omjera javnog duga u BDP-u. Ulazak u euro područje na početku 2023. zahtijeva i visoku razinu fiskalne odgovornosti što bi trebalo pridonijeti i potaknuti proaktivnije djelovanje u provođenju odavno znanih i vrlo nužnih strukturnih reformi. Pri tome olakotnu okolnost zasigurno pruža *Klauzula o odstupanju od proračunskih pravila* Pakta o stabilnosti i rastu koja će ostati aktivirana i tijekom ove godine. U godinama pred nama očekujemo kako će povećani priljevi EU novca, posebno iz fonda EU Next Generation, povoljno odraziti i na fiskalnu metriku kroz smanjenje pritiska na rashodnoj strani zbog

Državni proračun

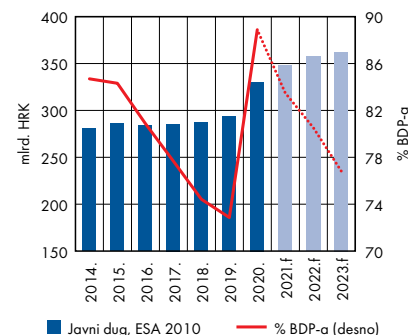


* državni proračun

** konsolidirana opća država, ESA2010

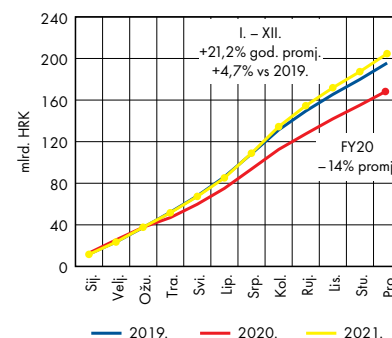
Izvori: Vlada RH, Rebalans proračuna listopad 2021., Raiffeisen istraživanja

Dug opće države



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

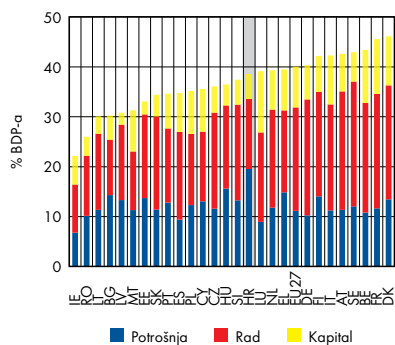
Iznos računa iz sustava fiskalizacije*



*kumulativno

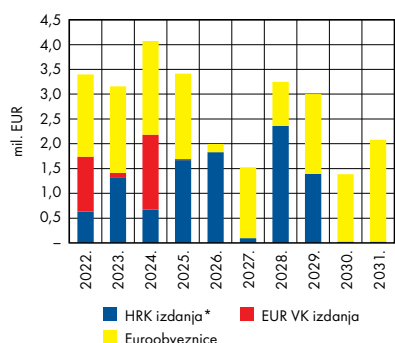
Izvori: Porezna uprava, Raiffeisen istraživanja

Visina i struktura poreznog tereta u EU, 2019.



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

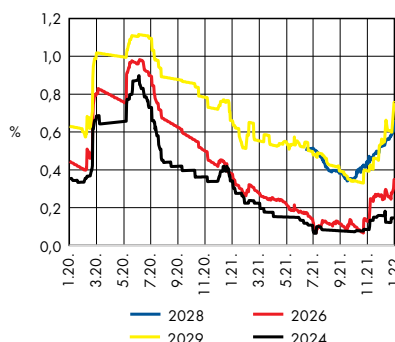
Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



* glavnica i kamate

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na HRK obveznice*



* bid yield to maturity

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

supstitucije izvora financiranja investicijskih projekata sredstvima iz EU fondova. S druge strane, budući da su sredstva iz NGEU-a uvelike namijenjena za provođenje reformskih mjera s ciljem poboljšanja poslovnog okruženja što je ključno za ekonomski rast, poboljšanje poslovnog okruženja i investicijske klime trebalo bi pokrenuti i investicije u privatnom sektoru što će pridonijeti rastu zapošljavanja i potrošnje te posljedično izdašnjim prihodima u proračun.

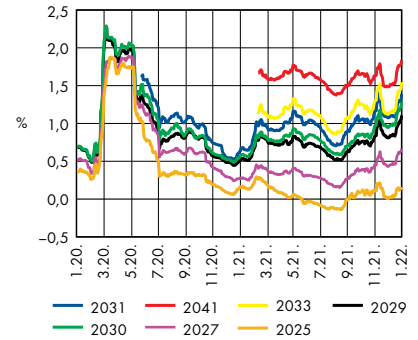
Na međunarodnim tržištima obveznica rastuća inflacijska očekivanja posljednjih su mjeseci poticala rast prinosa referentnog njemačkog Bunda, prije nego što je Omicron pojačao potražnju za sigurnim utočištima i ponovno spustio prinose. Realni prinosi su trenutno na povijesno niskim razinama. Postupno stezanje monetarne politike ESB-a tijekom ove godine vjerojatno će pružiti umjereni pritisak na rast prinosa u budućnosti, ali prije nego što povećanja kamatnih stopa ne postanu neizbježna, malo je vjerojatan značajniji pritisak iznad razine od 0% za 10-godišnje referentne prinose. Hrvatsko tržište euroobveznica denominiranih u eurima nije iznimka u regiji i doživjelo je određene gubitke u kompliciranoj godini iza nas, s nekoliko razdoblja promjene cijena zbog mješavine rizika od pandemije i inflacije koji su naizmjenično ili istovremeno opterećivali tržišta. Iako su tijekom ljeta hrvatske euroobveznice uspjele ući u područje pozitivnog ukupnog povrata, ti su dobici kasnije izbrisani u još jednom krugu promjene cijene referentnog tržišta obveznica i povezanih prelijevanja. Međutim, gubici od početka godine najniži su u Hrvatskoj u usporedbi s usporedivim regionalnim izdanjima pri čemu je Rumunjska imala najlošiju izvedbu.

Tako je tržište hrvatskih državnih obveznica ostalo i tijekom 2021. rasloženo u smislu odstupanja lokalne i eurske krivulje prinosa. Pri tome je lokalna krivulja prinosa zadržala vrlo stabilan obrazac kretanja, s dugim krajem usidrenim oko 0,5%. S druge strane, hrvatske euro obveznice ostaju osjetljive na globalna kretanja, odnosno izgleda za inflaciju i političke reperkusije. To donosi nestabilnija kretanja, s prinosom na desetogodišnja izdanja u regiji na oko 1,20%. Što se tiče izgleda, kretanja prinosa u eurima trebala bi ostati oblikovana i uvjetovana globalnim čimbenicima i promjenama apetita za rizikom dok i dalje smatramo kako će lokalni čimbenici tijekom ove godine podržavati određeno sužavanje spreadova prema usporedivim razinama iz regije. Prinosi u kunama vjerojatno će odražavati daleko stabilniju putanju. Ipak, bogate aktivnosti na tržištu kapitala tijekom prve polovice 2022., mogu implicirati neke, vjerojatno vrlo skromne, promjene cijena na strani ponude. Posljednjih dana siječnja, u očekivanju novog lokalnog izdanja zabilježeno je blago povećane aktivnosti na strani prodaje lokalnih i međunarodnih izdanja. Očekivano, na samom početku veljače, uz potražnju koja je premašila iznos na izdanju, Hrvatska je, na domaćem tržištu kapitala, izdala 1 mlrd. eura obveznica uz prinos od 1,39% (kupon 1,25%) s dospeljećem 2030. godine.

Vežano za kreditni rejting, naša očekivanja o dinamici gospodarskog oporavka u međuvremenu su se i više nego materijalizirala, ali srednjoročna/dugoročna fiskalna konsolidacija sada je glavni izazov prije bilo kakve pozitivne ocjene odnosno daljnjeg podizanja kreditnog rejtinga, što bi se posljedično odrazilo i na kretanje prinosa. Podsjetimo, Fitch je u studenom 2021. podigao hrvatski kreditni rejting na BBB razinu uz pozitivne izgleda. Time je Hrvatska pomaknuta za jednu razinu u investicijskom razredu unutar kategorije tzv. adekvatne kreditne kvalitete

te se izjednačila s Bugarskom i Mađarskom, a preskočila Rumunjsku čiji je rejting BBB-. U obrazloženju iz Fitcha naveli su kako je rast bio snažniji od očekivanja čemu je doprinijela bolja izvedba turističkog sektora i nastavak otpornosti izvoznog sektora. Pozitivni izgledi odražavaju daljnji potencijal povećanja rejtinga zbog izravnog pozitivnog utjecaja pridruženja euro području za koje u Fitchu vjeruju da će se realizirati 2023., što je u skladu i s našim očekivanjima. Fitch je na taj način signalizirao i potencijal povećanja za jedan stupanj ako Hrvatska dobi je zeleno svjetlo za članstvo u EMU sredinom 2022. godine. Očekujemo sličan potez i od ostale dvije agencije za procjenu kreditnog rizika. Dugoročni izgledi za Hrvatsku podupiru se opredjeljenjem za ERM II i ulaskom u europodručje. Stoga će pozitivna potvrda kreditnog rejtinga prilikom revizije u 2022., vjerojatno pokrenuti još jedan krug sužavanja spreadova. Iako, to sužavanje trebalo bi biti umjereno, jer čini se kako je već puno pozitivnih čimbenika ugrađeno u cijene obveznica.

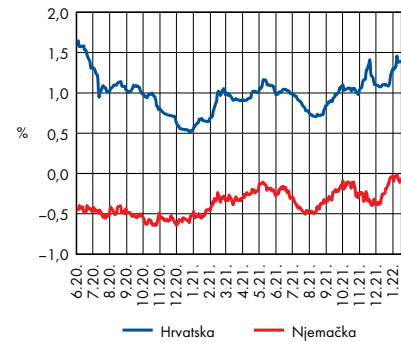
Prinosi na hrvatske euroobveznice*



* bid yield to maturity
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Elizabeta Sabolek Resanović

10-god. prinosi

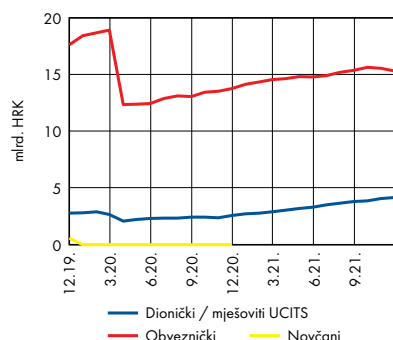


Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Smanjeni troškovi rizika podržavaju porast rezultata poslovanja

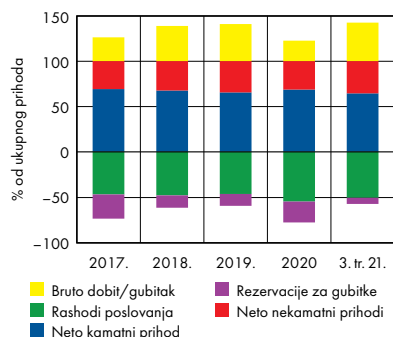
- Visoka likvidnost u sektoru banaka dodatno se povećava kroz izdanja obveznica podobnih za zadovoljavanje MREL-a
- Gospodarski rast se pozitivno odražava na kvalitetu kreditnog portfelja

Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina



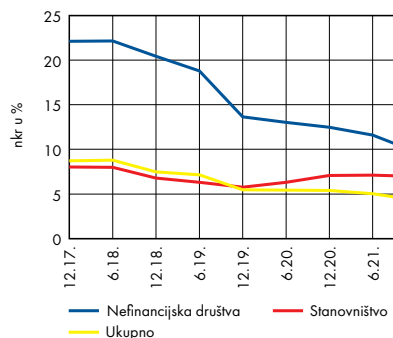
Izvori: HANFA, Raiffeisen istraživanja

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

Razdoblju povišene likvidnosti u sektoru banaka još se ne nazire kraj. Nedovoljna ponuda roba i usluga u odnosu na potražnju, izazvana povremenim stezanjem mjera za sprječavanje širenja epidemije COVID-19 i prekidima u globalnim lancima opskrbe, rezultira u djelomičnom odgađanju potrošnje i investicija. Posljedično se netrošeni primici kumuliraju na depozitima u bankama. Dodatno, za ispunjavanje prve faze MREL-a banke na financijska tržišta plasiraju dužničke vrijednosnice potencijalno konvertibilne u kapital. Time na već povišenu likvidnost zbog priljeva depozita dodaju novi izvor likvidnosti. Nastavak usklađivanja s MREL zahtjevima u slijedeće dvije godine održavat će višak likvidnosti u bankarskom sustavu, pa ni očekivane mjere stezanja monetarne politike ne bi trebale znatno izmijeniti visoko likvidnu strukturu bilance banaka.

Kreditna aktivnost banaka zaostaje za dinamikom rasta depozita. U drugom polugodištu prethodne godine pojačalo se kreditiranje poduzeća, no povratak mjera za zatvaranje gospodarstva zbog pogoršane epidemiološke situacije koči oporavak potražnje za kreditima. Kod stanovništva dinamiku rasta kredita tijekom prethodne godine predvodilo je stambeno kreditiranje koje je uz povijesno niske kamatne stope na kredite i snažan rast cijena nekretnina podržano i državnim mjerama za subvenciju stambenih kredita. Potražnju za potrošačkim kreditima potiče rast cijena roba i usluga, pa se rast kreditne aktivnosti ubrzao prema kraju godine sukladno jačanju inflacije. U ovoj godini očekujemo ujednačavanje stopa rasta potrošačkih sa stambenim kreditima na razini iznad 5 posto godišnje. Potražnja za kreditima u sektoru poduzeća ovisi o epidemiološkoj situaciji i globalnim lancima nabave. Zbog toga bi stope rasta kredita mogle oscilirati tijekom godine a u konačnici očekujemo rast ispod 5 posto godišnje.

U trećem tromjesečju prošle godine istekli su moratoriji na otplatu kredita kod poduzetnika s izraženim sezonskim rasporedom prihoda. Zahvaljujući dobroj turističkoj sezoni nije bilo negativnog utjecaja isteka moratorija na otplatu kredita, pa se ukupni pokazatelj udjela neprihodujućih kredita u ukupnom kreditima banaka snizio ispod 5 posto. U ovoj godini očekujemo nastavak pozitivnih kretanja u kvaliteti kredita zbog oporavka gospodarstva s jedne, te inflatornog obezvređivanja tereta otplate duga u uvjetima realno negativnih kamatnih stopa za veći dio zajmprimaca s druge strane. Smanjivanje udjela neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima pozitivno se odražava na profitabilnost poslovanja banaka. Povrat na kapital nakon tri tromjesečja u prošloj godini nalazi se na razini iznad 8 posto, a izgledno je da će se u ovoj godini kretati na toj razini. Ostvarivanju više razine povrata na kapital trebalo bi doprinijeti i očekivano smanjivanje stope kapitaliziranosti banaka koja se na kraju trećeg tromjesečja prošle godine zadržala iznad 25 posto. Smanjivanje rizičnosti poslovanja na tržištu koje se približava ulasku u euro područje trebalo bi pritiskati stopu kapitaliziranosti prema dolje i time posredno omogućiti rast povrata na vlasnički kapital banaka.

Anton Starčević

Očekivani uspon globalnih dioničkih tržišta i u 2022.

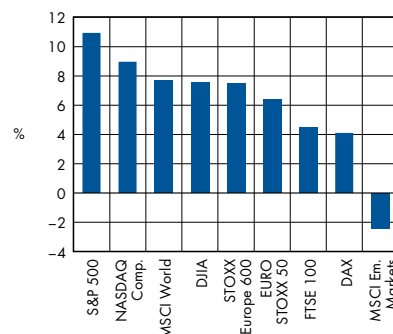
- ...ali na putu do tamo zasigurno neće izostati naglašene volatilnosti
- Fokus investitora na retorici čelnika Fed-a i ESB-a te geopolitičkom riziku
- Rast gospodarske aktivnosti trebao bi i nadalje podupirati dionička tržišta
- Zaostajanje rasta CROBEX-a za indeksima regije SIE izgledno i u 2022.

Protekla godina bila je iznimno uspješna za investitore na globalnim dioničkim tržištima unatoč i nadalje prisutnoj neizvjesnosti u svezi tijeka pandemije COVID-19, posebice nakon otkrića nove inačice virusa nazvane "omikron". Snažan uzlet vrijednosti dioničkih indeksa prelio se na većinu globalnih tržišta, uz tek poneke iznimke (kinesko tržište mjereno indeksom HSCE te brazilsko dioničko tržište). Tako je s naše strane Atlantika referentni Euro STOXX 50 indeks ostvario rast vrijednosti od 21%, dok je vrijednost vodećeg američkog dioničkog indeksa – S&P 500 istovremeno porasla za 27%. Iako je, cjelokupno gledajući na razini 2021. godine, zabilježen svega uski raspon u razlici vrijednosti referentnih europskih i američkih indeksa, ipak je početak prethodne godine protekao u znaku primjetno bolje izvedbe indeksa s naše strane Atlantika, koja je do kraja godine splasnula na krilima snažnog rasta vrijednosti vodećih američkih dioničkih indeksa potaknutog solidnim makroekonomskim i korporativnim objavama. Naime, američko gospodarstvo ipak se pokazalo robusnijim na negativne učinke pandemije COVID-19 tijekom 2021. godine u odnosu na gospodarsku snagu zemalja članica EU.

Unatoč prisutnoj neizvjesnosti u pogledu daljnjeg tijeka pandemije COVID-19 i utjecaja širenja omikron inačice te izraženog geopolitičkog rizika, ostajemo optimistični u pogledu izgleda za dionička tržišta u nadolazećem razdoblju i prognoziramo pozitivnu izvedbu vodećih dioničkih indeksa s obje strane Atlantika u 2022. godini. Međutim, trenutno je nezahvalno očekivati proglašenje kraja pandemije COVID-19 tijekom ove godine. Stoga ne možemo isključiti da na putu očekivanog ovogodišnjeg uspona globalnih dioničkih tržišta neće izostajati naglašene volatilnosti i smanjenog apetita investitora za ulaganjima u rizičnije klase imovine. U donošenju svojih investicijskih odluka ulagači bi trebali pomno promatrati razvoj oko širenja omikron inačice, ali ne bi trebali pristupati cjelokupnoj situaciji pretjerano pesimistično obzirom da bi solidni rast vodećih svjetskih gospodarstava trebao biti nastavljen i ove godine, uz pozitivan doprinos na očekivani rast zarada kompanija s obje strane Atlantika. Naši makroekonomisti očekuju realnu godišnju stopu rasta BDP-a europodručja od 3,5% u 2022. godini. Snažan gospodarski zamah također se očekuje i za SAD. Posljednje projekcije američkog Fed-a upućuju na realni rast gospodarske aktivnosti od oko 4,0% u 2022. godini.

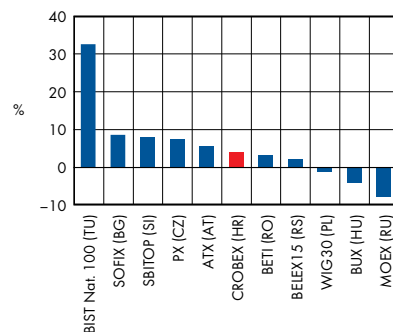
Istovremeno je izgledno da se povijesno visoke prošlogodišnje stope rasta ostvarene zarade po dionici kompanija, a koje su odraz i baznog učinka, neće ponoviti tijekom ove godine. Međutim, solidan rast zarada američkih i europskih kompanija trebao bi se nastaviti i u 2022. godini obzirom da bi tempo rasta zarada trebao biti podržan kontinuiranim otvaranjem gospodarstava i postepenim rješavanjem trenutnih uskih grla u međunarodnim lancima opskrbe u većini pogođenih sektora. Istovremeno ne očekujemo dugotrajno nepovoljan utjecaj na dionička tržišta s osnove najavljenog zaokreta u monetarnoj politici Fed-a, odnosno početka ciklusa podizanja referentnog kamatnjaka i ciljanog smanjenja bilance američke središnje banke tijekom 2022. godine. Naime, čelnici Fed-a već su svojom retorikom nagovijestili sklonost prema bržem tempu napuštanja iznimno ekspanzivne monetarne politike. Stoga smatramo da su u vrijednost financijskih instrumenata

Svjetski indeksi – prinosi u 4. tromj. 2021.*



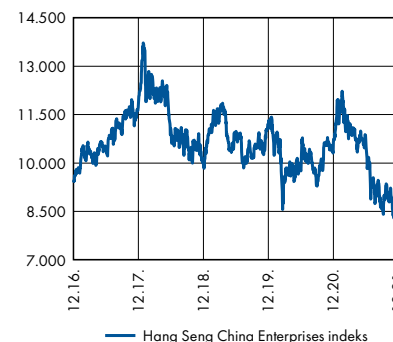
* u lokalnoj valuti na datum 30.12.2021. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Regionalni indeksi – prinosi u 4. tromj. 2021.*



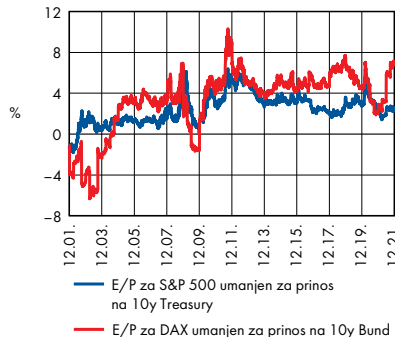
* u lokalnoj valuti na datum 30.12.2021. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Vrednovanje kineskog dioničkog tržišta



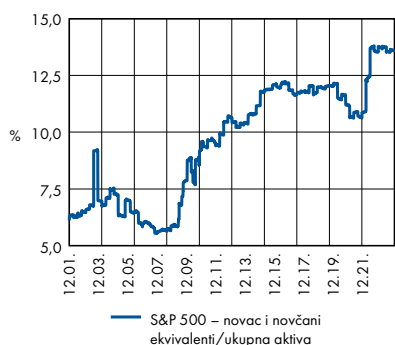
Izvori: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

Vrednovanje dioničkog tržišta nasuprot prinosu na obveznice, u povijesnom kontekstu



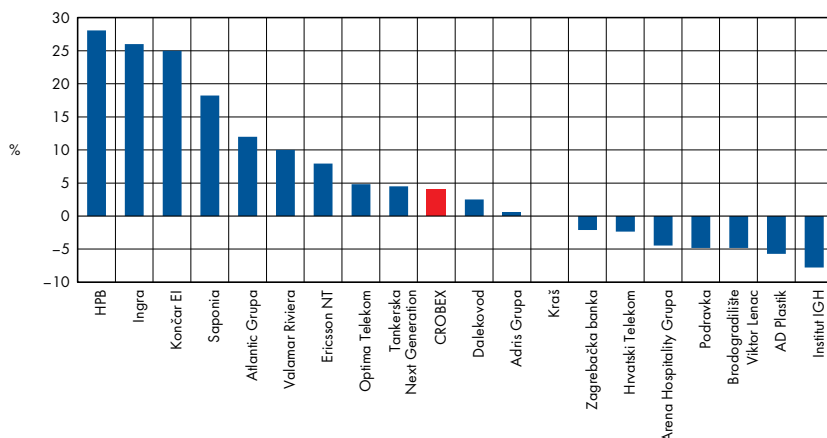
*E/P se odnosi na omjer zarade po dionici i cijene
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Snažna novčana pozicija američkih kompanija



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Povrati CROBEX sastavnica u 4. tromjesečju 2021. (dividende nisu uključene)*



* povrati izračunati na datum 30.12.2021. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

već visoko ukalkulirana očekivanja o četiri ovogodišnja podizanja referentnog kamatnjaka Fed-a (podaci s tržišta upućuju da određeni dio ulagača očekuje čak pet podizanja). Nasuprot, na posljednjem sastanku čelnika ESB-a ponovno je naglašena spremnost za zadržavanjem ključnih kamatnih stopa na trenutnim razinama. Stoga očekujemo da bi se prvo podizanje referentnih stopa ESB-a moglo odvijati tek u 2023. godini. Dodatno, očekujemo da će dionička tržišta biti podržana programima otkupa vlastitih dionica i to prije svega s druge strane Atlantika uslijed visoke akumulacije novčanih sredstava od strane kompanija. U takvom okruženju visoke valuacije u SAD-u ne djeluju previše zabrinjavajuće, a više razine u odnosu na Europu te tržišta u nastajanju mogu se opravdati višom profitabilnošću kompanija i sektorskim sastavom indeksa.

Dionički indeksi regije SIE u četvrtom su tromjesečju bilježili pozitivna kretanja, a rastom od 32,5% u lokalnoj valuti ističe se turski indeks BIST Nat. 100. Međutim, uzmemo li u obzir snažnu deprecijaciju turske lire zbog galopirajuće inflacije u Turskoj (36,1% u prosincu na godišnjoj razini), turski je indeks zabilježio realan pad od 9%. Hrvatski indeks CROBEX smjestio se u sredini ljestvice sa solidnim rastom vrijednosti od 4%. Među sastavnicama indeksa najviše je porasla dionica Hrvatske poštanske banke. Na Zagrebačkoj burzi pojava omikron varijante koronavirusa nije izazvala značajniju negativnu reakciju investitora, kao ni njezine prethodnice beta i delta. Još uvijek je prerano za donošenje zaključaka o omikron varijanti, ali možemo reći da investitori već anticipiraju pojavu novih sojeva te stoga ni u budućem razdoblju ne očekujemo negativan utjecaj pandemije na hrvatske dionice. Njihovu relativnu otpornost pripisujemo nešto blažim restrikcijama u Hrvatskoj u odnosu na zemlje zapadne Europe, kao i relativno povoljnoj epidemiološkoj situaciji u ljetnim mjesecima te je stoga domaći turistički sektor bilježio vrlo dobre rezultate od početka pandemije, a slična kretanja očekujemo i u ovoj godini.

U 2022. očekujemo nastavak dobre izvedbe CROBEX-a, ali i zaostajanje za prosjekom indeksa regije SIE, u prvom redu zbog niske likvidnosti Zagrebačke burze. Pritom ne treba zanemariti rastuće geopolitičke tenzije između Rusije i SAD-a zbog Ukrajine, čija bi eskalacija mogla nepovoljno utjecati na kretanja na Zagrebačkoj burzi, posebno zbog visoke izloženosti domaćeg gospodarstva turizmu. U prvom i drugom tromjesečju 2022. očekujemo i izraženiji negativan utjecaj

na profitabilnost kompanija, u skladu s rastom cijena energenata i sirovina te poremećajima u lancima opskrbe. Ipak, utjecaj navedenih čimbenika na poslovanje kompanija ovisit će o mogućnosti prebacivanja tereta rastućih ulaznih cijena na krajnje potrošače odnosno o relativnoj elastičnosti potražnje za pojedinim proizvodima.

Ana Turudić i Silvija Kranjec

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

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 gospo-
darskih računa

ESB – Europska središnja banka

EU – Europska unija

EUR – euro

ERM II – Eurospki tečajni mehanizam

ESB – Eurospka središnja banka

Eurostat – Statistički ured Europske unije

f – prognoza (*forecast*)

Fed – *Federal Reserve System*

GBP – funta

god., g – godina

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor

financijskih usluga

HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj

HNB – Hrvatska narodna banka

HRK – kuna

HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko
osiguranje

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

ILO – *International Labour Organisation*

JIE – zemlje Južne i Istočne Europe

kr – kraj razdoblja

m – mjesec

MF – Ministarstvo financija

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

OPEC – *Organization of the Petroleum
Exporting Countries*

PDV – porez na dodanu vrijednost

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

pr – prosjek razdoblja

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

SAD – Sjedinjene Američke Države

SE – zemlje Srednje Europe

SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe

SNB – *Swiss National Bank*

USD – američki dolar

ZIBOR – *Zagreb Interbank Offered Rates*

ZSE – *Zagreb Stock Exchange*

Publikacija je dovršena 28. siječnja 2022.

Publikacija odobrena od strane urednika: 31. siječnja 2022. u 17:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 2. veljače 2022. u 11:00 sati

ISSN 1332-9391



Izjava o odricanju odgovornosti

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

Ekonomski i financijski istraživanja su organizacijska jedinica RBA.

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

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

Ova publikacija temelji se na javno dostupnim informacijama, koje smatramo 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 prihvataju 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/portfelji-rba-analiticara>

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

RBA zaposlenici koji nisu 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.