

# RBAAnalize

broj 84  
travanj 2022.

## Usporavanje rasta, ubrzavanje inflacije

- Usporavanje rasta neizbježno
- U očekivanju još snažnijih inflatornih pritisaka
- Izlazak iz politike negativnih kamatnih stopa
- Invazija Rusije na Ukrajinu dominira dioničkim tržištima

© Photo: Shutterstock Images  
Copyright: Sascha\_L

[www.rba.hr](http://www.rba.hr)



**Raiffeisen**  
**ISTRAŽIVANJA**



## Sadržaj

### Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja .....	3
Usporedne tablice .....	4

### Uvod

Usporavanje rasta, ubrzanje inflacije .....	5
---	---

### Realni sektor, tržište rada

Rast pod teretom neizvjesnosti i rastuće inflacije.....	6
---	---

### Platna bilanca i inozemni dug

Višak na tekućem računu platne bilance 3,4% .....	8
---	---

### Tečaj, monetarna politika i inflacija

Inflacija ne posustaje.....	9
-----------------------------	---

### Politike središnjih banaka ESB – Fed

Razdoblje niskih kamatnih stopa je iza nas.....	11
---	----

### Fiskalna politika i tržište duga

Prostor za daljnju fiskalnu konsolidaciju sužen, ali ne i zatvoren .....	13
--	----

### Financijski sustav

Visoka neizvjesnost usporava rast kreditne aktivnosti.....	16
--	----

### Tržište dionica

Invazija Rusije na Ukrajinu dominira dioničkim tržištima.....	17
---	----

## Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.f	2023.f	2024.f
<b>BDP i proizvodnja</b>								
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	3,4	2,9	3,5	-8,1	10,2	3,5	3,7	3,9
Potrošnja kućanstava, % (stalne cijene)	3,2	3,3	4,0	-5,3	10,0	3,1	3,8	3,0
Bruto investicije u fiksni kapital, % (stalne cijene)	1,5	3,8	9,8	-6,1	7,6	6,1	7,5	7,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	49.913	52.718	55.604	50.225	57.231	62.778	67.013	71.228
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	12.344	13.153	14.008	12.777	14.707	16.194	17.330	18.443
Trgovina na malo, % promjena, realno <sup>1</sup>	4,4	3,9	3,6	-5,5	12,1	3,0	4,0	3,0
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena <sup>1</sup>	-1,0	0,6	-2,7	-3,4	6,7	1,9	3,0	2,8
<b>Cijene, nezaposlenost i proračun</b>								
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	1,2	0,8	1,3	-0,7	5,5	6,3	2,4	1,5
%, prosjek	1,1	1,5	0,8	0,1	2,6	7,5	3,1	2,0
Proizvođačke cijene <sup>2</sup> , %, kraj razdoblja	2,1	0,6	1,5	-1,2	19,7	9,7	3,4	2,0
%, prosjek	2,1	2,3	0,8	-2,0	9,7	19,4	4,7	3,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	12,4	9,9	7,8	9,0	8,1	7,5	7,2	7,0
Prosječna neto plaća (HRK), pr	5.984	6.241	6.582	6.763	7.128	7.410	7.669	7.938
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	0,8	0,0	0,2	-7,3	-2,9	-3,0	-2,9	-2,8
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	285,4	286,6	293,2	330,2	343,6	364,5	374,9	384,2
% BDP-a	76,7	73,3	71,1	87,3	79,8	77,0	74,3	71,6
<b>Bilanca plaćanja i dug</b>								
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	24.624	26.103	28.242	21.122	30.067	34.800	39.200	43.500
% promjena	10,7	6,0	8,2	-25,2	42,3	15,7	12,6	11,0
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	24.273	26.520	28.390	24.531	30.593	37.440	41.040	44.690
% promjena	11,9	9,2	6,2	-13,6	24,7	22,4	9,6	8,9
Tekući račun platne bilance, % BDP-a <sup>3</sup>	3,5	1,9	3,0	-0,1	3,4	0,9	3,2	2,8
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	15.706	17.438	18.560	18.942	24.200	27.000	29.000	30.500
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	7,8	7,9	7,9	9,3	9,5	8,7	8,9	9,3
Izravne inozemne investicije, mil. EUR <sup>4</sup>	447	1.057	1.212	1.279	3.800	2.100	1.850	1.800
Noćenja turista, % promjena	10,5	4,0	1,8	-55,2	73,1	23,4	7,5	3,2
Inozemni dug, mlrd. EUR	43,5	42,6	40,3	40,1	44,6	45,9	46,6	48,1
Inozemni dug, kao % BDP-a <sup>3</sup>	87,2	80,8	72,4	79,9	77,8	73,1	69,5	67,5
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga <sup>3</sup>	176,9	163,1	142,6	189,7	148,4	133,5	125,6	125,6
<b>Financijski pokazatelji</b>								
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	6,27	6,47	6,65	6,14	6,59	6,55	6,28	6,13
pr, USD/HRK	6,62	6,28	6,62	6,61	6,38	6,67	6,39	6,13
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,44	7,41	7,44	7,54	7,52	7,53	7,53	7,53
pr, EUR/HRK	7,46	7,42	7,41	7,53	7,52	7,53	7,54	7,53
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	99,4	120,0	137,2	160,4	189,4	197,7	206,6	216,9
% promjena	19,1	20,7	14,3	16,9	18,1	4,4	4,5	5,0
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	307,2	324,0	333,3	364,47	403,35	417,46	429,99	439,02
% promjena	2,1	5,5	2,9	9,3	10,7	4,0	3,0	2,1
Plasmani, mlrd. HRK, kr	218,9	223,2	229,5	238,51	245,77	253,14	262,00	271,17
% promjena	-1,2	2,0	2,8	3,9	3,0	3,0	3,5	3,5
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	0,41	0,09	0,08	0,06	0,02	0,02	0,04	0,10

<sup>1</sup> Prema izvornim neprilagođenim indeksima <sup>2</sup> Na domaćem tržištu <sup>3</sup> U eurima <sup>4</sup> 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 (%)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	-2,7	5,7	3,7	1,8	3,3
Mađarska	-5,2	7,1	2,5	2,0	3,5
Česka	-5,8	3,3	2,8	0,9	3,3
Slovačka	-4,4	3,0	2,0	2,0	2,4
Slovenija	-4,2	8,1	3,5	2,8	3,0
<b>SE</b>	<b>-3,9</b>	<b>5,2</b>	<b>3,2</b>	<b>1,7</b>	<b>3,2</b>
Rumunjska	-3,7	5,9	2,2	3,0	4,3
Bugarska	-4,4	4,2	3,0	3,2	3,5
<b>Hrvatska</b>	<b>-8,1</b>	<b>10,2</b>	<b>3,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>
Srbija	-0,9	7,5	3,3	3,0	3,5
BiH	-3,1	7,1	3,2	3,0	3,0
Albanija	-3,5	8,5	3,4	3,6	3,9
<b>JIE</b>	<b>-4,1</b>	<b>6,6</b>	<b>2,7</b>	<b>3,1</b>	<b>4,0</b>
Rusija	-3,0	4,6	-8,0	-2,3	0,9
Ukrajina	-3,8	3,4	-33,0	9,0	3,0
Bjelorusija	-0,9	2,3	-4,0	0,0	1,0
<b>IE</b>	<b>-3,0</b>	<b>4,4</b>	<b>-9,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>1,0</b>
Austrija	-6,7	4,5	2,7	1,5	1,6
Njemačka	-4,6	2,9	2,7	2,7	1,9
<b>Europodr.</b>	<b>-6,5</b>	<b>5,3</b>	<b>3,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>
<b>SAD</b>	<b>-3,4</b>	<b>5,7</b>	<b>3,4</b>	<b>2,4</b>	<b>2,2</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	3,4	5,1	10,1	11,1	3,8
Mađarska	3,3	5,1	10,0	6,0	4,4
Česka	3,2	3,8	12,6	6,0	2,5
Slovačka	2,0	2,8	7,7	4,9	2,3
Slovenija	-0,1	1,9	5,6	2,8	2,0
<b>SE</b>	<b>3,0</b>	<b>4,5</b>	<b>10,2</b>	<b>8,4</b>	<b>3,4</b>
Rumunjska	2,6	5,1	10,0	7,1	4,7
Bugarska	1,7	3,3	7,8	4,5	3,0
<b>Hrvatska</b>	<b>0,1</b>	<b>2,6</b>	<b>7,5</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>
Srbija	1,6	4,0	8,1	4,2	3,0
BiH	-1,0	2,0	6,1	3,0	2,0
Albanija	1,6	2,0	5,6	2,6	2,8
<b>JIE</b>	<b>1,8</b>	<b>4,1</b>	<b>8,6</b>	<b>5,5</b>	<b>3,7</b>
Rusija	3,5	6,6	18,0	10,8	4,0
Ukrajina	2,7	9,3	15,0	13,5	9,0
Bjelorusija	5,5	9,5	26,0	24,0	20,0
<b>IE</b>	<b>3,5</b>	<b>7,0</b>	<b>18,0</b>	<b>11,4</b>	<b>4,8</b>
Austrija	1,4	2,8	6,5	3,5	2,6
Njemačka	0,4	3,2	5,4	2,5	2,2
<b>Europodr.</b>	<b>0,3</b>	<b>2,6</b>	<b>6,3</b>	<b>3,1</b>	<b>2,0</b>
<b>SAD</b>	<b>1,2</b>	<b>4,7</b>	<b>6,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Bruto investicije (% god. promjena)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	-8,4	7,9	3,0	0,6	n.v.
Mađarska	-9,5	9,3	-0,6	-2,0	6,0
Česka	-7,5	0,9	1,2	-0,7	n.v.
Slovačka	-11,6	0,6	9,5	8,0	-6,0
Slovenija	-8,2	14,1	9,5	6,5	2,1
<b>SE</b>	<b>-8,6</b>	<b>6,2</b>	<b>2,9</b>	<b>0,8</b>	<b>n.v.</b>
Rumunjska	4,1	2,3	2,0	5,0	8,0
Bugarska	0,6	-11,0	5,0	4,5	n.v.
<b>Hrvatska</b>	<b>-6,1</b>	<b>7,6</b>	<b>6,1</b>	<b>7,5</b>	<b>7,0</b>
Srbija	-2,3	7,0	8,0	8,0	n.v.
BiH	-8,4	4,4	6,0	4,2	n.v.
Albanija	-2,0	19,9	4,2	6,4	4,9
<b>JIE</b>	<b>0,7</b>	<b>2,9</b>	<b>4,3</b>	<b>5,7</b>	<b>n.v.</b>
Rusija	-4,3	7,4	n.v.	n.v.	n.v.
Ukrajina	-24,4	9,6	8,7	7,2	5,0
Bjelorusija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
<b>IE</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>
Austrija	-5,2	4,1	2,0	2,8	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
<b>Europodr.</b>	<b>-7,3</b>	<b>4,3</b>	<b>2,5</b>	<b>-1,0</b>	<b>n.v.</b>
<b>SAD</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Tekući račun (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	-6,9	-1,8	-3,2	-3,3	n.v.
Mađarska	-11,6	-6,8	-4,9	-3,0	-3,0
Česka	-5,6	-6,4	-4,8	-4,4	-3,6
Slovačka	-5,5	-6,0	-4,4	-4,0	-3,7
Slovenija	-7,7	-6,1	-3,7	-2,4	-1,8
<b>SE</b>	<b>-7,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,5</b>	<b>n.v.</b>
Rumunjska	-9,3	-7,2	-7,0	-5,0	-4,0
Bugarska	-3,0	-4,2	-1,9	-1,7	n.v.
<b>Hrvatska</b>	<b>-7,3</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,9</b>	<b>-2,8</b>
Srbija	-8,3	-4,5	-4,0	-3,0	n.v.
BiH	-5,3	-2,4	-1,6	-1,2	0,4
Albanija	-6,7	-4,5	-4,1	-3,1	-2,2
<b>JIE</b>	<b>-7,8</b>	<b>-5,8</b>	<b>-5,0</b>	<b>-3,8</b>	<b>n.v.</b>
Rusija	-3,8	-0,2	1,0	0,2	n.v.
Ukrajina	-5,9	-3,4	-3,7	-3,2	-3,0
Bjelorusija	-1,4	0,5	-5,3	n.v.	n.v.
<b>IE</b>	<b>-3,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>
Njemačka	-4,3	-4,5	-2,9	-1,3	-0,7
<b>Europodr.</b>	<b>-7,2</b>	<b>-7,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>-2,0</b>	<b>n.v.</b>
<b>SAD</b>	<b>-15,0</b>	<b>-12,4</b>	<b>-6,3</b>	<b>-4,6</b>	<b>-4,6</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Javni dug (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	57,1	53,8	52,1	52,6	n.v.
Mađarska	79,9	76,8	75,4	72,9	71,2
Česka	37,7	41,4	43,3	46,2	47,1
Slovačka	59,7	61,0	61,6	60,3	60,4
Slovenija	79,8	75,8	75,5	74,4	72,0
<b>SE</b>	<b>57,4</b>	<b>56,0</b>	<b>55,4</b>	<b>55,9</b>	<b>n.v.</b>
Rumunjska	47,2	48,8	52,3	53,6	53,7
Bugarska	24,2	24,0	25,0	26,0	n.v.
<b>Hrvatska</b>	<b>87,3</b>	<b>79,8</b>	<b>77,2</b>	<b>74,4</b>	<b>71,8</b>
Srbija	58,4	58,2	59,6	60,3	n.v.
BiH	36,6	35,5	33,4	32,9	32,5
Albanija	74,5	73,2	71,7	68,9	65,9
<b>JIE</b>	<b>50,0</b>	<b>50,3</b>	<b>51,8</b>	<b>52,3</b>	<b>n.v.</b>
Rusija	17,9	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Ukrajina	60,4	48,9	65,8	56,5	52,9
Bjelorusija	39,3	34,3	34,5	n.v.	n.v.
<b>IE</b>	<b>22,6</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>
Njemačka	68,7	70,1	69,0	66,8	65,3
<b>Europodr.</b>	<b>97,3</b>	<b>98,0</b>	<b>96,0</b>	<b>95,0</b>	<b>n.v.</b>
<b>SAD</b>	<b>132,9</b>	<b>128,9</b>	<b>128,9</b>	<b>128,0</b>	<b>134,1</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Inozemni dug (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	58,4	56,7	n.v.	n.v.	n.v.
Mađarska	80,5	82,6	80,7	76,1	75,0
Česka	76,4	75,1	70,1	67,9	n.v.
Slovačka	120,5	117,3	111,3	106,5	104,2
Slovenija	104,1	95,4	91,6	88,2	84,7
<b>SE</b>	<b>72,9</b>	<b>71,4</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>
Rumunjska	57,9	56,0	55,9	55,4	54,2
Bugarska	62,8	62,0	61,1	60,5	n.v.
<b>Hrvatska</b>	<b>79,9</b>	<b>78,0</b>	<b>73,3</b>	<b>69,7</b>	<b>67,7</b>
Srbija	68,4	65,2	62,3	59,4	n.v.
BiH	65,3	63,4	60,1	58,5	n.v.
Albanija	64,4	63,2	59,5	56,4	55,4
<b>JIE</b>	<b>62,7</b>	<b>60,8</b>	<b>59,7</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>
Rusija	31,9	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Ukrajina	80,3	65,0	97,0	87,4	n.v.
Bjelorusija	70,0	64,5	77,6	n.v.	n.v.
<b>IE</b>	<b>37,7</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
<b>Europodr.</b>	<b>135,6</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>
<b>SAD</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## EUR/lokalna valuta (prosjeak)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	4,44	4,56	4,67	4,52	4,35
Mađarska	351,2	358,5	370,0	360,0	367,5
Česka	26,46	25,64	24,80	24,70	24,20
Slovačka	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Slovenija	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>SE</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>
Rumunjska	4,84	4,92	5,00	5,06	5,10
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
<b>Hrvatska</b>	<b>7,54</b>	<b>7,53</b>	<b>7,54</b>	<b>7,53</b>	<b>7,53</b>
Srbija	117,6	117,6	117,9	118,2	118,4
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	123,8	122,7	121,6	121,4	121,4
<b>JIE</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>
Rusija	82,7	87,2	94,1	99,2	98,1
Ukrajina	30,7	32,3	35,4	40,7	45,3
Bjelorusija	2,78	3,01	4,03	4,60	5,32
<b>IE</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
<b>Europodr.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>
<b>SAD</b>	<b>1,12</b>	<b>1,14</b>	<b>1,18</b>	<b>1,11</b>	<b>1,15</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Rejting\*

	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	A-	A2	A-
Mađarska	BBB	Baa2	BBB
Česka	AA-	Aa3	AA-
Slovačka	A+	A2	A
Slovenija	AA-	A3	AA
<b>SE</b>			
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Bugarska	BBB	Baa1	BBB
<b>Hrvatska</b>	<b>BBB-</b>	<b>Ba1</b>	<b>BBB</b>
Srbija	BB+	Ba2	BB+
BiH	B	B3	NR
Albanija	B+	B1	NR
<b>JIE</b>			
Rusija	NR	Ca	C
Ukrajina	B	Caa2	CCC
Bjelorusija	B	Ca	CCC
<b>IE</b>			
Austrija	AA+	Aa1	AA+
Njemačka	AAA	Aaa	AAA
<b>Europodručje</b>			
<b>SAD</b>	<b>AA+</b>	<b>Aaa</b>	<

## Usporavanje rasta, ubrzanje inflacije

U sjeni Ruske invazije na Ukrajinu objavljen je podatak o snažnom dvoznamenkastom opravku hrvatskog gospodarstva tijekom 2021. godine koji je naposljetku rezultirao i izdašnim proračunskim prihodima i posljedično značajnim smanjenjem manjka proračuna opće države i javnog duga u odnosu na BDP.

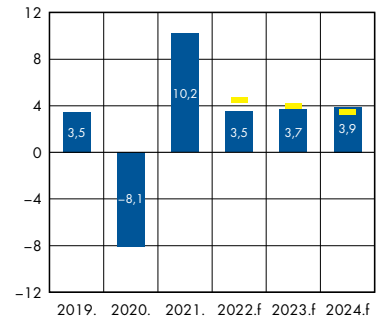
Dostupni pokazatelji prvog tromjesečja upućuju na određeno usporavanje gospodarske aktivnosti i zamjetno pogoršanje raspoloženja potrošača koje je uvelike pod teretom sve snažnijih inflatornih pritisaka. Navedeno ne iznenađuje budući da rast cijena predvode hrana i energija koji potpiruju rastuća inflatorna očekivanja. Iako je Vlada donijela niz mjera za ublažavanje utjecaja rasta cijena na kućanstva, poduzetnike i socijalno ugrožene skupine vrhunac inflacije još uvijek je pred nama. Stoga ispunjenje inflacijskog kriterija iz Maastrichta čini se popriličnim izazovnim, ali ne i neostvarivim. Štoviše, i dalje smatramo da će Hrvatska 1.1. 2023. postati 20 članica euro područja.

U ozračju visoke razine neizvjesnosti zbog rata u Ukrajini i posljedičnih poremećaja koji se osobito ogledaju u jačanju inflatornih pritisaka i već ionako prisutnih uskih grla u lancima opskrbe smanjili smo prognozu rasta gospodarstva za cijelu 2022. na 3,5%, a i zamjetno povećali prognozu inflacije. Rizici da gospodarski rast bude niži ostaju izraženi. Naime, iako je izravna izloženost Rusiji i Ukrajini prilično niska, neizravni nepovoljni učinci rata, sankcija i kontra sankcija su neizbježni prvenstveno kroz značajno više cijene, vanjsko trgovinski kanal te kroz pogoršanje pokazatelja optimizma. Sve veća nepredvidivost budućih kretanja u potražnji za robama i uslugama, kao i cijenama repromaterijala, umanjila je sklonost proizvođača prema investicijama. Ipak izdašnost i raspoloživost europskih sredstava zadržava naša očekivanja glede ovogodišnjih ukupnih investicija na razmjerno visokim razinama. Tijekom 2022. nastavit će se rast zaposlenosti i pad nezaposlenosti, a još uvijek ostajemo pozitivni spram ovogodišnje turističke sezone.

Visoka energetska ovisnost Europe o Rusiji, ali i značaj nekih poljoprivrednih kultura i sirovina koje se uvoze s ukrajinskog i ruskog tržišta prijetnja su za nastavak rasta u Europi. Štoviše ne isključujemo "industrijsku recesiju" na prijelazu iz ove u slijedeću godinu. Unatoč tome sasvim je izgledno i stezanje monetarne politike Europske središnje banke, ne samo kroz smanjenje otkupa vrijednosnica već i kroz podizanje referentnih kamatnih stopa. Ukratko iz područja negativnih kamatnih stopa i kod najkraćih dospijeća trebali bi izići već do kraja 2022. godine. Američki Fed već je započeo s ciklusom podizanja kamatnih stopa jasno naglasivši da je usmjeren na obuzdavanje rastućih inflatornih pritisaka.

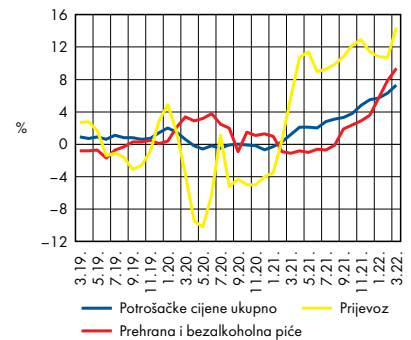
Na financijskim tržištima povećana je averzija investitora prema ulaganjima u rizičnije klase imovine, a prinosi na izdanja državnog duga značajno su se povećali. Smatramo da su u vrijednost financijskih instrumenata već visoko ukalkulirana očekivanja o zaokretu monetarne politike središnjih banaka. Međutim ne isključujemo zadržavanje volatilnosti na tržištima uslijed nastavka obaranja povijesno visokih stopa inflacije, a koje bi prema empirijskim istraživanjima trebale imati jasan učinak prigušivanja izvedbe na globalnim dioničkim tržištima i daljnji rast prinosa. Pritom bi zabrinutost zbog scenarija stagflacije trebala i dalje predstavljati uteg za izvedbu europskih dioničkih tržišta. Stoga očekujemo bolju izvedbu američkog dioničkog tržišta u nadolazećem razdoblju.

### BDP godišnja realna promjena



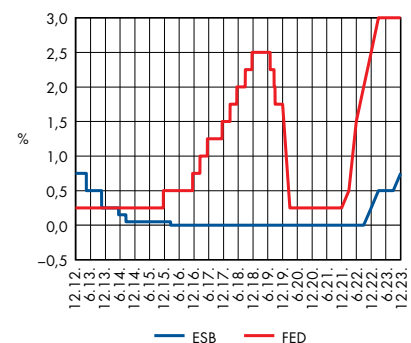
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

### Referentne kamatne stope



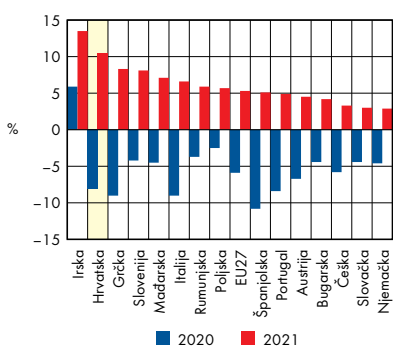
Izvori: ESB, Fed, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Zrinka Živković Matijević

# Rast pod teretom neizvjesnosti i rastuće inflacije

- Rat u Ukrajini neizbježno utječe na usporavanje rasta
- Još uvijek optimistični glede turističke sezone

## BDP, realna promjena

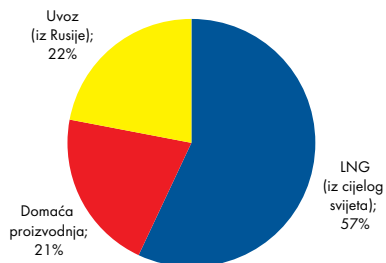


Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

2021. godina zaključena je s iznimno visokom stopom rasta od 10,2% čime je ne samo nadoknađeno smanjenje gospodarske aktivnosti tijekom 2020. i krize uzrokovane uvođenjem epidemioloških mjera zbog pandemije COVID-19, već je realni BDP premašio razinu iz 2019. za 1,5%. Usporedba s ostalim državama članicama EU pokazuje da je rast u 2021. bio najsnažniji u Irskoj i Hrvatskoj.

Oporavak je bio široko rasprostranjen s pozitivnim doprinosom i domaće i inozemne potražnje. Pojedinačno najveći doprinos došao je od snažnog rasta izvoza usluga koji zrcali prvenstveno turizam. On je tijekom središnjeg dijela sezone u noćenjima premašio 90% povijesno uspješne 2019. Kao posljedica solidne potrošnje, ali zasigurno i većih cijena, vrijednost fiskalnih računa u djelatnostima pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane gotovo da je dosegla 2019. S druge strane prihodi od putovanja inozemnih gostiju premašili su razine od 9 mlrd. kuna (87% rekordne 2019.).

## Opskrba prirodnim plinom 2021. (31,1 TWh)

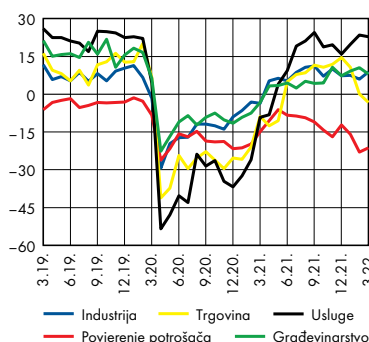


Izvor: VRH, Raiffeisen istraživanja

Osobna potrošnja, kao najveća sastavnica BDP-a, realno je porasla za 10% podržana ne samo turizmom, već i povoljnim kretanjima na tržištu rada. Zabilježen je rast zaposlenosti (+2,2%), ali i rast nominalnih i realnih plaća (za 5,4% odnosno 2,8%).

Iako bi prvo ovogodišnje tromjesečje trebalo donijeti nešto snažniju dinamiku gospodarske aktivnosti na tromjesečnoj osnovi, godišnja realna stopa rasta će zasigurno usporiti. Prvi utjecaj inflacije i straha od budućeg smanjenja realnog raspoloživog dohotka osobito se primjećuje kod raspoloženja potrošača. To potvrđuju podaci o potrošačkom optimizmu koji se nastavio pogoršavati i prije početka rata u Ukrajini. Indeksi povjerenja, očekivanja i raspoloženja potrošača spustili su se na razine zabilježene posljednji put u proljeće 2020. godine kada je započela pandemija.

## Indeksi povjerenja



Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

U ozračju visoke razine neizvjesnosti zbog rata u Ukrajini i posljedičnih poremećaja koji se osobito ogledaju u jačanju inflatornih pritisaka i dodatnih, već ionako prisutnih, poremećaja u lancima opskrbe, smanjili smo prognozu rasta gospodarstva za cijelu 2022. na 3,5% s 4,4%. Rizici da rast bude niži ostaju izraženi. Naime, iako je izravna izloženost Rusiji i Ukrajini prilično niska, neizravni nepovoljni učinci rata, sankcija i kontra sankcija su neizbježni prvenstveno kroz značajno više cijene, vanjsko trgovinski kanal (s EU) te kroz spomenuto pogoršanje pokazatelja optimizma.

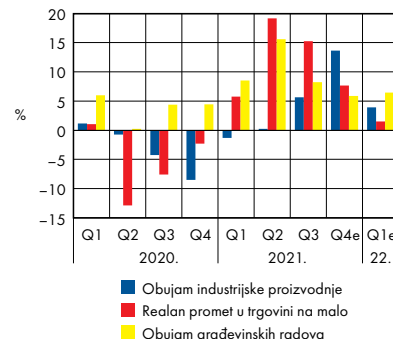
Općenito uvoz i izvoz roba iz/u Rusiju je poprilično nizak te u posljednjih 5 godina u prosjeku iznosi 1%. Isto vrijedi i za udio ruskih turista. Osim toga, iako nije energetski samodostatna, Hrvatska uvozi 22% plina iz Rusije (te više od 50% iz drugih država putem LNG-a). Predmnijevamo da se uvoz plina iz Rusije može kompenzirati uvozom s drugih tržišta preko LNG terminala, ali i vlastitom proizvodnjom. I dok je prvi izgledniji osobito u kratkom roku, ali svakako po znatno višim cijenama, drugi osim vremena zahtijeva i dodatna ulaganja koja su izostala u proteklih dvadesetak godina.

Očekujemo smanjenu potražnju glavnih hrvatskih trgovinskih partnera, posebice Njemačke, Italije i Slovenije, čije procjene rasta su također smanjene. Uz to, uvoz roba će porasti značajno pod utjecajem većih cijena (osobito energije) umanjujući pozitivne učinke izvoza. Neizvjesnost i visoki inflatorni pritisci već utječu na pojedine visokofrekventne pokazatelje poput prometa u trgovini na malo koja je u prvom ovogodišnjem tromjesečju usporila s rastom. Posljedica je to već prisutnog smanjenja realnih plaća koji će osobito biti vidljiv u drugom tromjesečju. Na obuzdavanje potrošnje djeluje i visoka percepcija inflacije koja je pod snažnim utjecajem rasta cijena hrane i energije. S druge strane, po umjerenim stopama nastaviti će se rast zaposlenosti i pad nezaposlenosti. Uz to ostajemo pozitivni spram ovogodišnje turističke sezone budući da i kod fizičkih pokazatelja, a osobito kod financijskih očekujemo dvoznamenkaste stope rasta. To će zasigurno djelovati na očuvanje raspoloživog dohotka. U prilog našim projekcijama ide percepcija Hrvatske kao sigurne destinacije, kulturna i prirodna bogatstva, geografski položaj, ali i činjenica da se prosječni građanin teško odriče okolice. Osim toga izgledno je da će dio turista Crno more kao destinaciju zamijeniti Mediteranom (uključujući Hrvatsku). Naravno, rizici poput neželjenih širenja nestabilnosti (ili rata) kao i snažniji od očekivanja rast cijena (osobito goriva) djelovali bi na značajnu korekciju naših procjena.

Privatne investicije također će usporiti, dodatno opterećene poremećajima u lancima opskrbe i rastućim troškovima. No, ukupno gledajući investicije (i javne i privatne) trebale bi zabilježiti realan rast iznad dugoročnog prosjeka jer potporu još uvijek nalaze u izdašnim sredstvima u sklopu Nacionalnog programa za oporavak i otpornost i odgođenoj obnovi u područjima pogođenim potresima u proljeće i zimu 2020. Sredinom ožujka Hrvatska je podnijela prvi zahtjev za isplatu 700 milijuna eura financijske potpore u okviru Instrumenta za oporavak i otpornost (RRF).

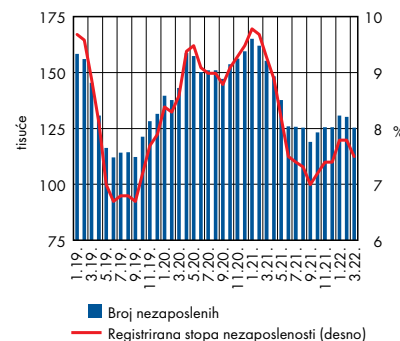
Zrinka Živković Matijević

## Visokofrekventni pokazatelji, godišnje promjene



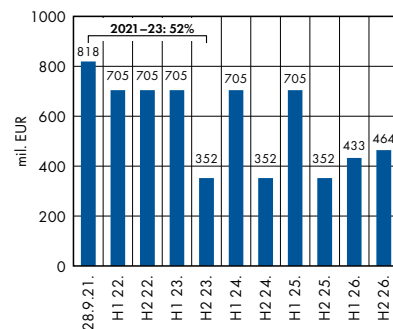
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Plan plaćanja NPOO



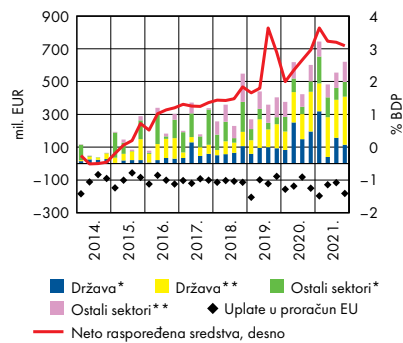
Izvori: EK VRH, Raiffeisen istraživanja



## Višak na tekućem računu platne bilance 3,4%

- Oporavak prihoda od turizma
- Kretanja na tekućem računu izložena negativnim rizicima

### Transakcije s proračunom EU-a

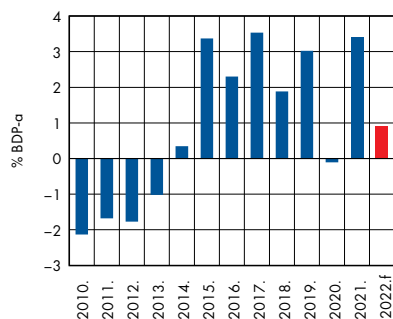


\*tekući prihodi; \*\*kapitalni prihodi  
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Nakon negativnog rezultata u 2020. godini zbog značajnog smanjenja turističkih priljeva, 2021. je donijela povratak tekućeg računa bilance plaćanja u pozitivno područje. Prihodi od turizma dosegli su 87% rekordne 2019. Unatoč visokoj (globalnoj) neizvjesnosti i prijetećim rizicima, ostajemo pri očekivanjima da će 2022. zadržati pozitivan saldo.

U 2021. višak na tekućem računu iznosio je 3,4% BDP-a. Nastavljena su pozitivna kretanja i na kapitalnom računu, gdje je ukupan iznos dosegao 1,4 mlrd. eura, što je odraz i boljeg povlačenja sredstava iz EU fondova. U cijeloj 2021. na **tekućem i kapitalnom računu ostvaren je višak od 5,8% BDP-a**. Porast neto izvoza usluga, potaknut snažnim oporavkom prihoda od turizma, glavni je razlog za oporavak i povratak na pozitivnu stranu tekućeg računa. Zahvaljujući izvrsnim rezultatima, posebice u središnjem dijelu turističke sezone, prihodi od turizma dosegli su 87% rekordne razine iz 2019. godine. Dodatno, pozitivan utjecaj, ali u znatno manjoj mjeri, došao je i zbog rasta neto prihoda iz transakcija s proračunom EU-a i osobnih transfera. Takva kretanja su više nego neutralizirala rast vanjskotrgovinskog manjka koji je bio privremeno zaustavljen 2020. godine.

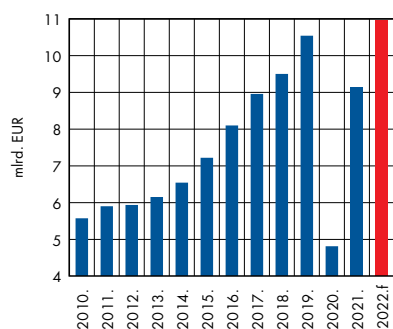
### Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

U ovoj godini očekujemo **zadržavanje viška na tekućem računu**, ali na značajno nižoj razini. Zadržavamo naša očekivanja o nastavku pozitivnih trendova na računu usluga (turizam). Naime, tijekom 2022. prihodi od usluga trebali bi nastaviti rasti solidnom dvoznamenkastom stopom (oko 20%) koja je nešto niža od početnih očekivanja, ali odražava prisutnu neizvjesnost i rastuću inflaciju. S druge strane, račun roba, koji je inače najveći generator manjka na tekućem računu, mogao bi se dodatno produbiti 2022. zbog izrazito visokih cijena energenata i ostalih uvoznih dobara. Konačno, očekujemo pozitivan doprinos daljnjeg povećanja korištenja EU fondova, prvenstveno onih koji proizlaze iz sredstava iz NGEU-a, ali i iz financijske perspektive 2021. – 2027.

### Prihodi od turizma



Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

Naše projekcije izložene su prvenstveno značajnim negativnim rizicima i neizvjesnostima. Najizraženiji su rizici vezani uz razvoj i ishod aktualne geopolitičke situacije. U potencijalnom scenariju, širenje sukoba izvan granica Ukrajine, negativno bi utjecalo na račun usluga (smanjenje prihoda od turizma). S druge strane, dosad prisutni rizici u međunarodnoj robnoj trgovini, povezani prvenstveno s nedostatkom nekih od ključnih resursa potrebnih u proizvodnim procesima, mogli bi se samo produbiti zbog rata u Ukrajini. Rizik predstavlja i kretanje cijena energije i ostalih sirovina. Također, rizik od ponovnog pogoršanja epidemiološke slike u Hrvatskoj i glavnim emitivnim tržištima ostaje i dalje prisutan. Konačno, iako kod povlačenja sredstava iz EU fondova prevladavaju pozitivni rizici, jer bi mogli nadmašiti sadašnja očekivanja, kao negativan rizik za našu prognozu vidimo, iako poboljšani, još uvijek slab projektni kapacitet državne uprave.

Elizabeta Sabolek Resanović



## Inflacija ne posustaje

- Godišnja stopa inflacije na najvišim razinama od 2008.
- U iščekivanju Izvješća o konvergenciji

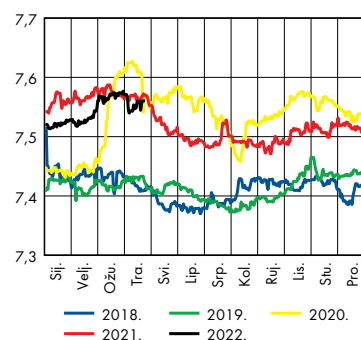
I dok je početak godine na deviznom tržištu protekao bez uzbuđenja i bitnijih pomaka **EUR/HRK**, ruska invazija na Ukrajinu krajem veljače uzrokovala je nešto izraženije deprecijacijske pritiske na kunu u odnosu na euro. Neizvjesnost i posljedično pojačana potražnja za devizama, osobito od strane stanovništva, kao i veće potrebe korporativnog sektora za plaćanje uvoznih obveza pogurnule su tečaj na razine oko 7,57 kuna za euro. Srednji tečaj EUR/HRK na tečajnici HNB-a premašio je 7,576 kuna za euro, razine posljednji put zabilježene u ožujku 2021. Središnja banka dvaput je intervenirala na tržištu prodajući devize u iznosu 171 odnosno 144 milijuna eura. Već početkom travnja pritisci u smjeru slabljenja domaće valute su zaustavljeni. Štoviše, povećana ponuda deviza bankovnog sustava i repozicioniranje pojedinih tržišnih sudionika poguralo je EUR/HRK u suprotnom smjeru, prema 7,54 kune za euro. Na navedenoj razini očekujemo tek privremenu stabilizaciju budući da bi najavljena isplata dividendi banaka u stranom vlasništvu, kao i potražnja zbog uvoznih aktivnosti realnog sektora, mogla potaknuti ponovnu potražnju za eurima. Ipak, slabljenje kune zasigurno će biti ublaženo činjenicom da s Uskršnjim blagdanima započinje turistička predsezona pa treba očekivati i povećanu potražnju za kunama. Stoga, već u drugoj polovici svibnja ne treba isključiti polagane ali postojeane aprecijacijske pritiske na kunu u odnosu na euro. Kuna je dakle podržana još uvijek pozitivnim izgledima za turizam, ali i izdašnim priljevima iz Europskih fondova koji primarno utječu na osnaživanje međunarodnih pričuva. Naime devizne priljeve po toj osnovi Ministarstvo financija dominantno konvertira kod središnje banke. Bruto međunarodne pričuve HNB-a premašile su 26 mlrd eura krajem veljače.

Naposlijetku, ni narednih mjeseci ne očekujemo pretjeranu volatilnost i značajnije pomake tečaja. Središnja banaka, ostaje dosljedna politici stabilnog tečaja. Isto tako već **početkom lipnja Izvješće o konvergenciji** ESB-a i EK trebalo bi dati jasnu poruku ispunjava li Hrvatska kriterije za ulazak u euro područje. Na temelju Izvješća Vijeće EU u srpnju ove godine trebalo bi utvrditi da Hrvatska ispunjava kriterije za prihvaćanje eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja pa bi već početkom rujna započelo dualno iskazivanje cijena, u kunama i eurima. U međuvremenu prema Vladinom zaključku iz ožujka 9 mjera na čije se ispunjenje Hrvatska obvezala ulaskom u ERM2 u potpunosti su ispunjene.

Svakako i dalje najveći izazov predstavlja ispunjavanje inflacijskog kriterija budući da trenutno prema našem izračunu Hrvatska ne ispunjava navedeni kriterij osim ukoliko dvije od tri države s najmanjom prosječnom stopom inflacije u proteklih dvanaest mjeseci ne budu proglašene iznimkom. Međutim sasvim je izgledno da će se to dogoditi. Uz to ostaje činjenica da dinamika inflacije u Hrvatskoj ne odstupa od trendova u euro području već više od desetljeća.

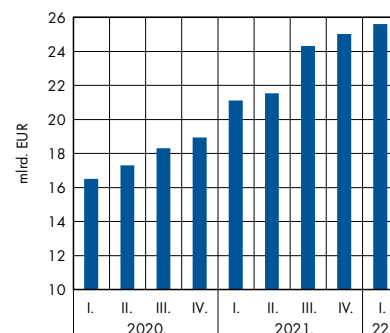
U međuvremenu **inflatorni pritisci** nastavili su jačati i u prvom tromjesečju. Prosječna godišnja stopa inflacije u prvom tromjesečju iznosila je 6,4% a samo u ožujku dosegla je 7,4%, odnosno najvišu razinu od ljeta 2008. Već uobičajeno najveći doprinos rastu dolazi od cijena energije i hrane, ali primjetan je i porast ostalih sastavnica indeksa potrošačkih cijena. Navedeno najbolje odražava kon-

### Srednji tečaj EUR/HRK



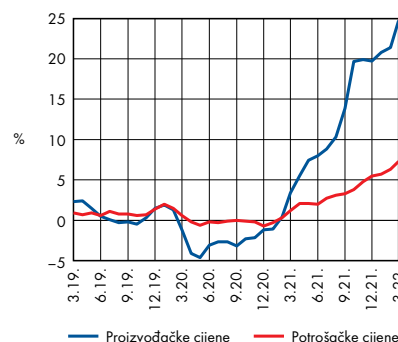
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Bruto međunarodne pričuve



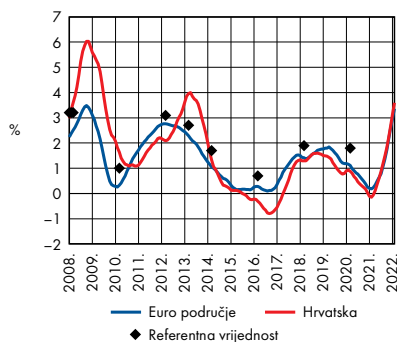
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Kretanje inflacije



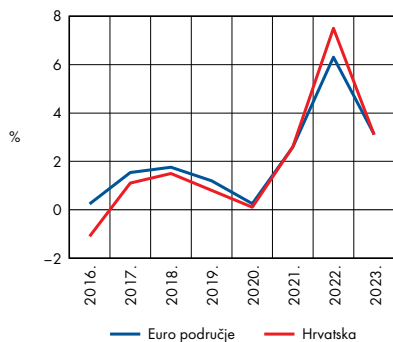
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## HICP, 12-mj. pomični prosjek



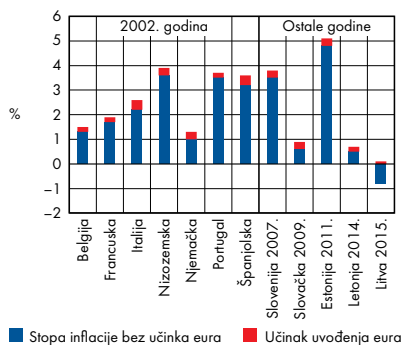
Izvori: Eurostat, ESB, Raiffeisen istraživanja

## Očekivano kretanje inflacije potrošačkih cijena



Izvori: Eurostat, ESB, Raiffeisen istraživanja

## Učinak uvođenja eura na stopu inflacije



Izvori: ESB, HNB, Raiffeisen istraživanja

tinuirani rast temeljne inflacije koja ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda i energije ni cijene proizvoda koji se administrativno reguliraju. Temeljna inflacija također je dosegla najviše razine od 2008. godine zabilježivši u ožujku godišnju stopu rasta od 6,5%.

S izbijanjem rata u Ukrajini izgledi za inflaciju su se dodatno pogoršali iz nekoliko razloga. Osim već postojećih poremećaja u lancima opskrbe, Rusija je značajan izvoznik nafte i plina (osobito u Europu), ali i niza važnih sirovina važnih za industriju i poljoprivrednu proizvodnju. Stoga, sankcije te kontra sankcije, poremećaji u lancima opskrbe te neizvjesnost uvelike utječu na formiranje njihovih cijena. Uz to i Ukrajina i Rusija važni su proizvođači i izvoznici određenih poljoprivrednih proizvoda (pšenica, uljarice itd.) što će uz smanjenu sjetvu i rizik vremenskih (ne) prilika i dalje gurati cijene ove skupine proizvoda prema višim razinama. Već i prije izbijanja rata, točnije od lipnja prošle godine polako, ali postojano hrana – koja čini više od 20% domaće potrošačke košarice – stvara sve jači pritisak na ukupne cijene. S druge strane, cijene prijevoza, koje čine 13% potrošačke košarice, uglavnom su pod utjecajem goriva koje unatoč državnim intervencijskim mjerama i dalje guraju inflaciju prema višim razinama.

Osim toga, Vlada je prije redovne prilagodbe administrativno utvrđenih cijena električne energije i plina, koja se obično događa početkom travnja, donijela paket mjera kojim nastoji ublažiti utjecaj rasta cijena energenata na kućanstva, poduzetnike i socijalno ugrožene skupine. Mjere uključuju ograničenja rasta cijene električne energije na 9,6% i cijene plina na maksimalno 20%, snižavanje PDV-a na određene usluge i dobra te jednokratne naknade za umirovljenike i poljoprivredni sektor.

No, čak i uz te mjere, prelijevanje globalnih cijena energenata i roba je neizbježno i u ovom trenutku možemo očekivati približavanje prosječne stope inflacije dvoznamenkastim razinama osobito u drugom ovogodišnjem tromjesečju. Naime, s obzirom na kretanja na svjetskim robnim tržištima, najavljeno povećanje cijena električne energije i plina i još uvijek prisutne globalne poremećaje u opskrbi, vrhunac je još uvijek pred nama. Osim toga, činjenica je da barem dio proizvođačkih cijena još uvijek mora proći do potrošača, osobito ako se uzme u obzir da, osim cijena energenata, već neko vrijeme rastu i cijene intermedijarnih proizvoda. Nadalje, dio inflatornih pritisaka prenijet će se u iduću godinu, što potvrđuje da će se Hrvatska i ostale europske zemlje u srednjoročnom razdoblju suočiti sa jačim, ali još uvijek upravljivim inflatornim pritiscima. Prilagodba novim izvorima energije zahtijeva ne samo vrijeme nego i ulaganja što podržava očekivanja da u srednjoročnom razdoblju možemo očekivati više stope inflacije u usporedbi s prethodnim desetljećem izrazito niske ili nepostojeće inflacije. Uz navedene čimbenike, uz inflacija ponude (ona izazvana rastom troškova) uvelike će stvarati pritisak na rast plaća pa ne isključujemo mogućnost da će s jenjavanjem rasta troškova uslijediti jači pritisci sa strane potražnje.

Konačno, iako bi sam ulazak Hrvatske u euro područje trebao imati maleni i ograničeni utjecaj na cijene, neminovno je da kao dio jedinstvenog europskog tržišta cijene konvergiraju prema europskom prosjeku.

Zrinka Živković Matijević

## Razdoblje niskih kamatnih stopa je iza nas

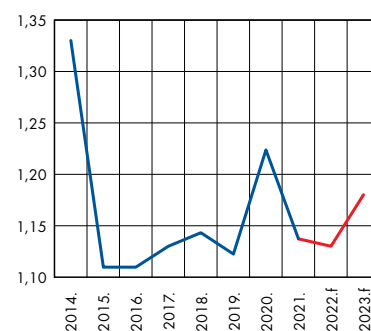
- ESB: početak podizanja referentnih stopa u 3. tromjesečju
- Fed: brža dinamika zaoštavanja monetarne politike

Na zasjedanju u ožujku retorika Europske središnje banke ostavila je veliku prilagodljivost budućih mjera monetarne politike, u uvjetima prijeteće stagflacije uslijed rata u Ukrajini i sve snažnijih inflatornih pritisaka. Nove prognoze, iako značajno promijenjene u odnosu na one iz prosinca, u srednjoročnom razdoblju previđaju povratak inflacije ispod 2% i umjerene, ali i solidne stope gospodarskog rasta.

**ESB je najavila postupnu normalizaciju monetarne politike.** Potvrđena je obustava neto kupnji u sklopu hitnog programa kupnje zbog pandemije (PEPP engl. *pandemic emergency purchase programme*) krajem ožujka 2022., ali i namjera reinvestiranja glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu ovog programa barem do kraja 2024. ESB je također potvrdio prijašnju odluku povećanja programa kupnje obveznica u okviru programa kupnje obveznica. Mjesečne neto kupnje u sklopu APP-a iznosit će 40 mlrd. eura u travnju, 30 mlrd. eura u svibnju te 20 mlrd. EUR u lipnju. Na sastanku u travnju jasnije je nego ranije izraženo da će neto program kupnje obveznica izvršiti u trećem tromjesečju te da se netom nakon toga očekuje prvo povećanje kamatnih stopa. Nakon prvog koraka uslijedit će daljnja povećanja kamatnih stopa. Precizna dinamika podizanja ostaje otvorena. Ishitreni, veliki pomaci u kamatnim stopama prema našem mišljenju su isključeni. Prema našim očekivanjima, postupna dinamika od po 10 bb po svakom sastanku ili 25 bb po tromjesečju izgledniji je scenarij. Osim toga, smatramo da će ESB nakon podizanja depozitne stope na nulu uzeti vremenski predah. U cijenu financijskih instrumenata već je uključeno prvo podizanje referentnih kamatnih stopa u rujnu ove godine za 0,25 pb. U nadolazećem trogodišnjem razdoblju, tržišna očekivanja ukupnog pomaka kamatnih stopa blago su porasla pa tržište u ožujku 2025. godine očekuje depozitnu stopu ESB-a između 0,5% i 0,75%.

S druge strane Atlantika, na zasjedanju **sredinom ožujka FOMC** je povisio raspon referentne kamatne stope, po prvi put nakon prosinca 2018. Isti je podignut za 0,25 pb uz jasnu najavu da će se tijekom 2022. godine nastaviti podizanje na svim sastancima. Podizanje referentne kamatne stope bilo je očekivano, ali najava bržeg stezanja monetarne politike iznenadila je tržište. Fed je najavio i smanjivanje svoje bilance koja se tijekom razdoblja pandemije više nego udvostručila na 9 bilijuna dolara kroz kupnje vrijednosnica na tržištu. Već na sastanku u svibnju moguće je očekivati detalje plana smanjivanja bilance Fed-a. Za 2023. najavljena su još tri podizanja kada bi referentni kamatnjak trebao dosegnuti 2,8% što je iznad tzv. neutralne ili prirodne kamatne stope odnosno one koja omogućuje nesmetanu gospodarsku aktivnost i stabilnost cijena. Glavni čimbenik posljednjih poteza i retorike Fed-a su sve snažniji inflatorni pritisci u uvjetima vrlo solidnog tržišta rada čak i unatoč očekivanjima da će gospodarska aktivnost biti zamjetno niža od očekivanja s posljednjeg sastanka. Štoviše, u svom obraćanju medijima J. Powell naglasio je stajalište kako je gospodarstvo dovoljno otporno da izdrži stezanje monetarne politike te da rizik od recesije u narednih godinu dana nije izrazito naglašen. Nadalje, zapisnik sa zasjedanja Fed-a koji je objavljen početkom travnja potvrdio je odlučnost Fed-a u zaoštavanju monetarne politike. Štoviše, na

EUR/USD



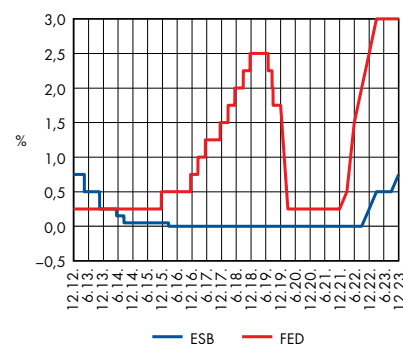
Izvor: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

SAD: kamatne stope i prinosi

	3.22.	12.22.	12.23.	12.24.	12.25.
Fed ref. stopa	0,50	2,50	3,00	2,50	2,50
USD Libor 3mj.	0,45	2,70	2,90	2,50	2,50
2-god. prinos	2,70	2,75	2,60	2,40	2,40
10-god. prinos	2,61	2,90	2,70	2,60	2,60
USD IRS 5-god.*	2,71	2,95	2,75	2,55	2,60

\*vs USD Libor 3mj.; Izvori: RBI/Raiffeisen Research

Referentne kamatne stope



Izvori: ESB, Fed, RBI/Raiffeisen RESEARCH

## FOMC – makroekonomske projekcije (ožujak 2022.)

%	2022	2023	2024	dugoročno
<b>BDP</b>	<b>2,80</b>	<b>2,20</b>	<b>2,00</b>	<b>1,80</b>
prethodno	4,00	2,20	2,00	1,80
<b>Stopa nezaposlenosti</b>	<b>3,50</b>	<b>3,50</b>	<b>3,60</b>	<b>4,00</b>
prethodno	3,50	3,50	3,50	4,00
<b>Inflacija</b>	<b>4,30</b>	<b>2,70</b>	<b>2,30</b>	<b>2,00</b>
prethodno	2,60	2,30	2,10	2,00
<b>Temeljna inflacija</b>	<b>4,10</b>	<b>2,60</b>	<b>2,30</b>	
prethodno	2,70	2,30	2,10	
<b>Referentni kamatnjak</b>	<b>1,90</b>	<b>2,80</b>	<b>2,80</b>	<b>2,40</b>
prethodno	0,90	1,60	2,10	2,50

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

## ESB: Ekonomske prognoze

	BDP prognoze iz		HICP* prognoze iz	
	ožu.22	pro.21	ožu.22	pro.21
<b>2022.</b>	<b>3,7</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1 (2,6)</b>	<b>3,2 (1,9)</b>
2023.	2,8	2,9	2,1 (1,8)	1,8 (1,7)
<b>2024.</b>	<b>1,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9 (1,9)</b>	<b>1,8 (1,8)</b>

\* Harmonizirani indeks potrošačkih cijena

\*\* temeljna inflacija u zagradi

Izvor: ESB, Raiffeisen istraživanja

temelju izvješća i retorike nositelja monetarne politike izgledana je spremnost da se na sastanku u svibnju raspon referentnog kamatnjaka podigne za dodatnih 50bb uz skoro smanjivanje bilance.

Budući da će se inflatorni pritisci kratkoročno intenzivirati zbog viših cijena roba i pandemijskih ograničenja u Aziji, povećanje od 50 bb u svibnju i lipnju doista se čini izglednim i opravdanim. U drugoj polovici godine slijedio bi povratak dinamike podizanja po 25 bb čime bi se **na kraju 2022. ciljni raspon stope federalnih fondova smjestio na 2,25 – 2,50%**. Navedena razina prema FOMC-ovoj procjeni predstavlja dugoročno neutralnu stopu.

Na svjetskim deviznim tržištima pokušaj **EUR/USD** u dosadašnjem dijelu godine da preskoči 1,12 nije uspio. Štoviše osnažili su aprecijacijskih pritisci na dolar pa se valutni par EUR/USD vratio ispod 1,08 dolara za euro. Uz određene specifične čimbenike za euro (poput rata, sankcija, energentske ovisnosti EU o Rusiji, negativnog utjecaja na poslovni ciklus te politički rizici) odluke Feda ili preciznije snažnije stezanje monetarne politike s one strane Atlantika dodatno podržava **jačanje američke valute u odnosu na euro**.

Ciklus brzog povećanja stope prema 2,5%, ili čak i više, usklađen je sa smanjenjem bilance koja će vjerojatno biti objavljena već početkom svibnja. To stvara pritisak na povećanje realnih prinosa u dolarima koji su porasli u odnosu na istovjetne prinose u eurima.

Rastući jaz u realnom prinosu između SAD-a i euro područja u skladu je s dinamikom EUR/USD tijekom posljednjih mjeseci, kada je dolar značajno aprecirao u odnosu na euro. Kratkoročno bi samo održiva deeskalacija u istočnoj Europi ili povlačenje Fed-a iz trenutnog smjera prouzročilo preokret EUR/USD, što se čini malo vjerojatnim. Stoga ostajemo pri našem stajalištu o jakom dolaru u kratkom roku i postupnom jačanju eura u srednjoročnom razdoblju.

Franz Zobl, Gottfried Stendl, RBI



## Prostor za daljnju fiskalnu konsolidaciju sužen, ali ne i zatvoren

- U 2021. proračunski manjak ispod 3,0% BDP-a
- Rast prinosa, konvergencija kunske krivulje prinosa ka eurskoj

U 2021. deficit konsolidirane opće države iznosio je 12,44 mlrd. kuna ili 2,9% BDP-a, što je značajno bolji rezultat od 4,5% BDP-a projiciranih (drugim) rebalansom proračuna u listopadu prošle godine. U odnosu na 2020. godinu manjak u proračunu opće države smanjen je za 15,3 mlrd. kuna ili preko 55%. Primarni deficit opće države (koji ne uključuje trošak kamata) iznosio je 5,7 mlrd. kuna ili 1,3% BDP-a, što je gotovo 14,5 mlrd. kuna manje u usporedbi s 2020.

Detaljniji pogled u statistiku opće države pokazuje da je očekivano najveći manjak zabilježen kod središnje države, 12,9 mlrd. kuna ili 3% BDP-a što predstavlja međugodišnje smanjenje od 10,9 mlrd. kuna ili 54,3%. Iako je manjak središnje države zamjetno poboljšao, on proizlazi iz povećanja rashoda proračuna zbog poduzimanja mjera radi očuvanja radnih mjesta kod onih poslodavaca čija je gospodarska aktivnost narušena zbog pandemije bolesti COVID-19, a porasli su i troškovi za financiranje zdravstva. S druge strane snažan oporavak potrošnje uzrokovao je i solidno punjenje državnih blagajni. Na navedena kretanja ukazivali su i podaci iz sustava fiskalizacije o fiskalnim računima čija je vrijednost bila preko 21% viša u odnosu na 2020., ali i 4,7% viša u odnosu na 2019.

Manjak lokalne države također je smanjen na 1,1 mlrd. kuna (-31%) ili 0,3% BDP-a, dok su Fondovi socijalne sigurnosti zabilježili višak od 1,6 mlrd. ili 0,4% BDP-a.

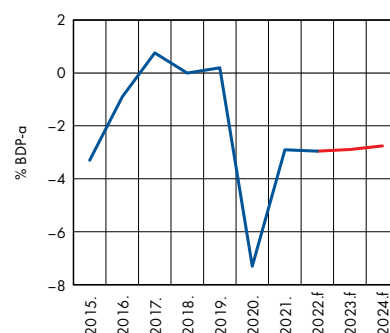
**Dug opće države** (prema ESA2010 metodologiji) spustio se na 79,8% BDP-a što je za 7,5 postotnih bodova niže u odnosu na kraj 2020. te je prvenstveno rezultat snažnog gospodarskog rasta u 2021. godini. Iako se u ovoj godini fiskalni rizici povećavaju, očekujemo zadržavanje manjka opće države na razini od 3% BDP-a i daljnje smanjenje omjera javnog duga i BDP-a.

Naime, geopolitički sukobi usporit će gospodarsku aktivnost više od (prijeratnih) očekivanja, ali će ona i dalje biti iznad dugoročnog prosjeka. Sve veći inflatorni pritisci stvaraju pritisak na rashodovnu stranu proračuna, zbog sindikalnih zahtjeva za rastom plaća, ali su motivirali Vladu da usvoji niz fiskalnih mjera za ublažavanje nepovoljnog utjecaja rasta cijena na potrošače i poduzetnike.

Paket mjera za ublažavanje utjecaja rasta cijena energije na kućanstva, poduzeća i socijalno ugrožene skupine vrijedan je 4,8 milijardi kuna (od čega se 2,1 milijarda kuna odnosi na proračunske gubitke zbog nižeg PDV-a na pojedine usluge i robe). Ova, i vrlo moguća, nova fiskalna potpora biti će dodatan uteg rashodnoj strani proračuna te će vjerojatno biti motiv rebalansa proračuna u nadolazećim tromjesečjima. Jasno je kako je prostor za fiskalnu konsolidaciju sve uži, međutim neće se u potpunosti zatvoriti.

Naime, iako će gospodarski rast biti sporiji on ostaje znatno iznad dugogodišnjeg prosjeka, a posljedično i punjenje proračuna skromnije, te će se proračunski priljevi nastaviti kretati solidnom stopom rasta, kamatni rashodi će i dalje padati, a Vlada će svakako uložiti sve napore da nastavi obuzdavati rashode kako ne

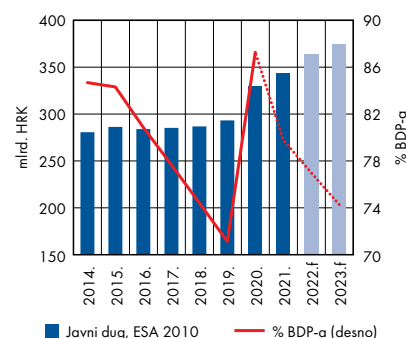
### Saldo proračuna opće države



\*konsolidirana opća država, ESA 2010

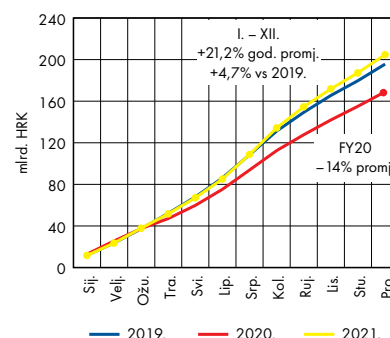
Izvori: EDP izvještaj, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

### Dug opće države



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

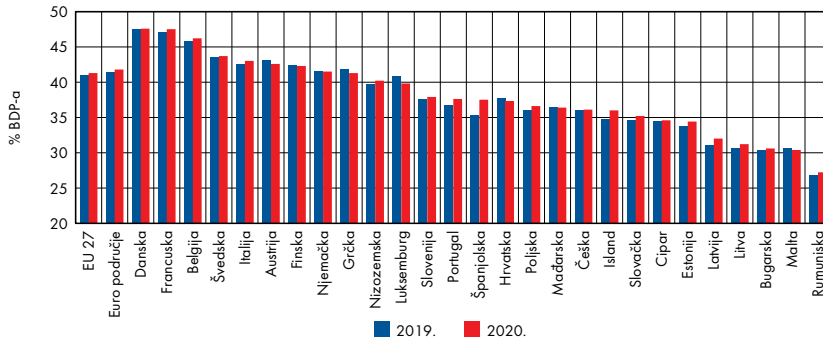
### Iznos računa iz sustava fiskalizacije\*



\*kumulativno

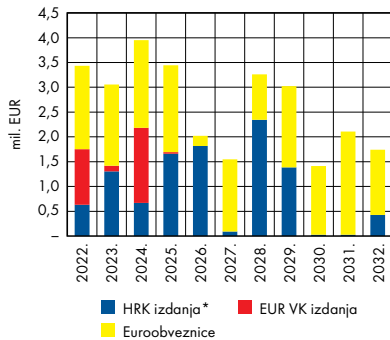
Izvori: Porezna uprava, Raiffeisen istraživanja

## Ukupni primici od poreza i socijalnih doprinosa



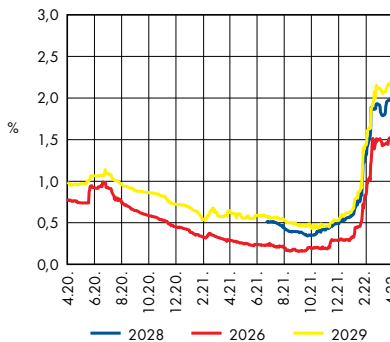
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

## 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

bi dovela u pitanje percepciju rizika zemlje. U svakom slučaju, iako je Klausula o odstupanju od proračunskih pravila Pakta o stabilnosti i rastu aktivna i tijekom ove godine, i iako ne isključujemo mogućnost promjene fiskalnih pravila na razini EU, pitanje razborite fiskalne politike u službi održivog rasta naći će se prije ili kasnije na dnevnom redu. Stoga očekujemo daljnju fiskalnu konsolidaciju, odnosno smanjenje udjela javnog duga u

BDP-u i nastavak fiskalne konsolidacije i u godinama pred nama. Naša očekivanja su u skladu s Vladinim projekcijama proračuna za ovu te 2023. i 2024. koje također 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. Pri tome, očekivanja o oživljavanju investicijskih aktivnosti uvelike se oslanjaju na izdašna sredstva fondova EU, višegodišnjeg financijskog okvira kao i fonda EU Next Generation koji bi se trebali u nadolazećem razdoblju povoljno odraziti i na fiskalnu metriku kroz smanjenje pritiska na rashodnoj strani zbog supstitucije izvora financiranja investicijskih projekata sredstvima iz EU fondova.

**Na međunarodnim tržištima obveznica** prinosi njemačkog Bunda prilično su se brzo oporavili od pada izazvanog ratnim okolnostima pri čemu se 10-godišnjom referentnom obveznicom već trgovalo iznad prijeratne razine. Razlog takvim kretanjima leži u tomu što Europska središnja banka nije signalizirala da će odstupiti od svog plana za početak zaoštavanja monetarne politike 2022. dok su istovremeno srednjoročna inflacijska očekivanja porasla potaknuta višim cijenama roba i neizvjesnošću oko učinaka u drugom valu. Daljnji porast prinosa vjerojatan je do kraja godine, međutim, pritisak na razinu prinosa zbog neizvjesnosti poslovnog ciklusa povezanog s ratom mogao bi ostati prisutan u mjesecima koji dolaze. U takvom okruženju, kretanje hrvatskih euroobveznica denominiranih u eurima nije bilo iznimka u regiji, prinosi su se kretali u skladu s referentnim izdanjima uz izrazite gubitke od početka godine. Iako, gubici su bili niži od usporedivih zemalja u regiji. Što se tiče izgleda, kretanje prinosa u eurima trebala bi ostati oblikovana i uvjetovana globalnim čimbenicima i promjenama apetita za rizikom pri čemu su dugoročni izgledi za hrvatske inozemne vrijednosnice podržani skorim članstvom u euro području. Našu prognozu prinosa prilagodili smo novonastalom globalnom okruženju, a odražava umjeren rast u godinama koje slijede.

Ususret svibanjskom dospelju 1,25 mlrd eura najstarije hrvatske euroobveznice izdane 2014. godine, Hrvatska je sredinom travnja na europskom tržištu kapitala izdala novu desetogodišnju euroobveznicu u ukupnom nominalnom iznosu od 1,25 milijardi eura. Uz značajan interes međunarodnih investitora prinos na izdanju iznosio je 2,975%, što je oko 2 postotna boda iznad njemačke referentne obveznice. Desetogodišnji prinos od 3% zadnji put zabilježen prije pet godina, u svibnju 2017., jasan je signal kako je dugo razdoblje niskih kamatnih stopa iza nas. S druge strane, nakon što je rat u Ukrajini paralizirao regionalno primarno tržište, ovim izdanjem Hrvatska je otvorila put izdanjima euroobveznica i ostalim

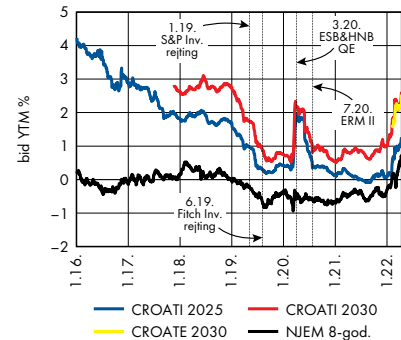
državama u regiji. U srpnju je na dospelu 1 mlrd eura VK obveznica što implicira još jedno lokalno izdanje u ovoj godini.

Višegodišnja postupna **konvergencija prinosa hrvatskih euroobveznica** otako je postala član EU 2013. ubrzana je 2019. nakon što su S&P-a i Fitch vratile Hrvatsku u investicijsku razinu kreditnog rejtinga. Štoviše, tržište je pozitivno pozdravilo i ugradilo u cijene hrvatskih inozemnih izdanja većinu ambicija Hrvatske za ulazak u europodručje tako da su se hrvatski spreadovi u odnosu na referentna izdanja suzili na rekordno niske vrijednosti neposredno prije izbijanje pandemije (tj. na prijelazu 2019. i 2020.). Već ionako uzak, spread u odnosu na referentne njemačke obveznice dodatno se suzio tijekom druge godine pandemije – također potaknut ulaskom Hrvatske u ERM-II. No od listopada 2021. uslijedilo je značajno širenje spreadova. Primjerice, prinos EUR CROATI 2030 je gotovo 180 bb više u odnosu na početak godine dok je spread u odnosu na njemačku referentnu vrijednost trenutno oko 70 bp širi u odnosu na najniže vrijednosti s kraja 2019. Tako je hrvatsko tržište ponovno dobilo određenu atraktivnost, dok je povećanje prinosa bilo najizraženije na dijelu krivulje dospeljeća od 7 do 11 godina, upravo u segmentu gdje se smjestila i nova euroobveznica.

Na **lokalnom tržištu obveznica**, prinosi su od početka godine značajno porasli pri čemu su lokalna obveznička izdanja dosegla razinu prinosa hrvatskih euroobveznica. Početnu promjenu cijena potaknula je retorika ESB-a koja je najavila početak zaoštavanja svoje monetarne politike pri čemu je promjena bila izraženija u eurskom segmentu. Međutim, unatoč povijesno visokim razinama kunske likvidnosti u sustavu bilo je jasno kako i lokalna, kunska izdanja slijede uzlazni trend globalnog rasta prinosa. Drugi val rasta prinosa, kao posljedica rata u Ukrajini donio je dodatni pritisak, ukazujući na daljnju konvergenciju između krivulja. Prinos na najdulje kunsko dospeljeće 2029. trenutno se kreće iznad 2,7% što je više od 200 bb u odnosu na početak godine, dok se duži kraj eurske krivulje (euroobveznica 2031, prinos 2,94%) trguje oko 180 baznih bodova više od početka godine. Globalni čimbenici, posebice ratno okruženje i u kratkoročnom će vremenskom horizontu imati snažan utjecaj na kretanja na (obvezničkim) financijskim tržištima, dok će očekivani ulazak u euro područje zasigurno djelovati u pozitivnom smjeru.

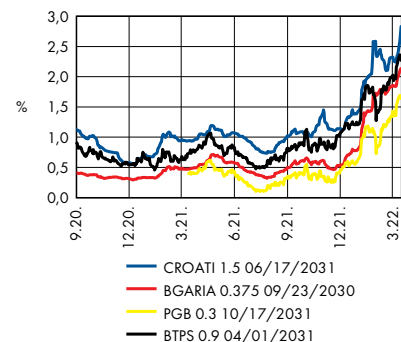
Vezano za kreditni rejting, naša očekivanja o dinamici gospodarskog oporavka u međuvremenu su se promijenila dok eskalacija geopolitičkih rizika stvara veliku neizvjesnost. Međutim, smatramo kako će opredjeljenje za ERM II i ulazak u euro-područje, za koje očekujemo zeleno svjetlo sredinom ove godine, te brzi gospodarski oporavak biti više nego dovoljni za pozitivne vijesti iz rejting agencija u ovoj godini. Podsjetimo, S&P je u ožujku potvrdio investicijski rejting Hrvatske BBB-. U S&P-u očekuju realni rast gospodarstva od 2,5% u ovoj godini na krilima oporavka turističkog sektora i rasta investicija. Uz naglašene negativne rizike zbog rata u Ukrajini zadržavanje stabilnih izgleda odražava očekivanja da će gospodarski rast ostati stabilan tijekom iduće dvije godine unatoč inflatornim preprekama i makroekonomskim posljedicama geopolitičkih sukoba. Stoga će pozitivna potvrda kreditnog rejtinga prilikom revizije u 2022., vjerojatno pokrenuti još jedan krug sužavanja spreadova. Iako, to će sužavanje biti skromno budući da su u cijene financijskih instrumenata u velikoj mjeri već ugrađena navedena očekivanja.

### Konvergencija prinosa hrvatskih državnih obveznica\*



\*Croatii – euroobveznice, Croate-lokalna eur obveznica; YTM – yield to maturity, QE – kvantitativno popuštanje  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Prinosi usporedivih zemalja\*



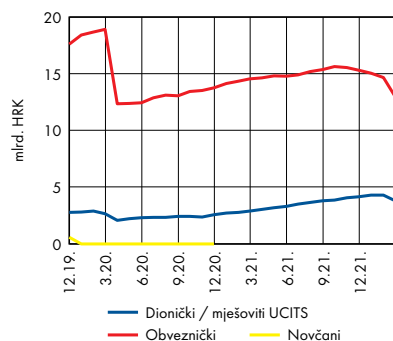
\* bid yield to maturity  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Elizabeta Sabolek Resanović

# Visoka neizvjesnost usporava rast kreditne aktivnosti

- Promjene u mjerama monetarne politike, kreditne institucije dočekuju visoko likvidne i kapitalizirane
- Smanjenje potražnje za kreditima primjetno u segmentu poduzeća
- Nastavak koncentracije na tržištu kredita

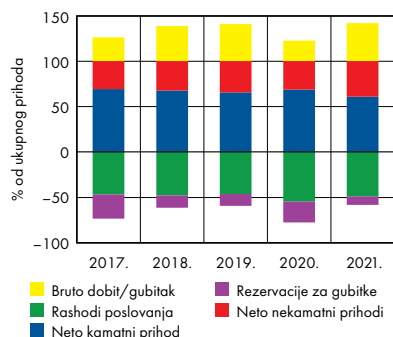
## Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina



Izvori: HANFA, Raiffeisen istraživanja

U prethodnoj godini sektor kreditnih institucija ostvario je povrat na kapital od 8,7% uz održavanje visoke stope kapitaliziranosti od 25,6% mjereno omjerom ukupnog kapitala i s dvostruko višim koeficijentom pokriva likvidnosti sustava od propisanog (202%). Nastavak tendencije snižavanja kamatnih stopa na kredite imao je negativan, a smanjivanje kreditnog rizika pozitivan utjecaj na rast profitabilnosti. U 2022. godini očekujemo rast rizika u financijskom poslovanju, što će umanjiti stopu povrata na kapital kreditnih institucija.

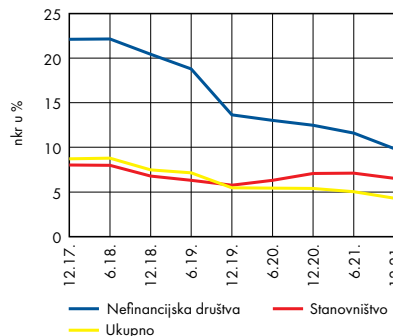
## Struktura rezultata poslovanja banaka



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

Početak godine obilježio je rastući optimizam potrošača i proizvođača nakon što mjere za upravljanje krizom u zdravstvenom sustavu nisu zaoštrene u posljednjem valu širenja zaraze virusom COVID-19 (omikron varijanta). Gospodarstvo se oslobodilo ograničenja u kretanju ljudi te je porasla potražnja za uslugama, a posljedično i potražnja za potrošačkim kreditima. Snažan rast gospodarstva poticao je zapošljavanje i rast plaća. Uz očekivani rast sezonskih prihoda od usluga vezanih uz turizam, jačanje inflacije nije usporilo potražnju za kreditima. Dapače, zadržavanje kamatnih stopa na kredite na povijesno niskim razinama i mogućnost ugovaranja fiksne kamatne stope na srednjoročne kredite, poticajno djeluje na potencijalne zajmoprimce, jer više stope rasta cijena u perspektivi realno smanjuju teret otplate duga. No, vojna agresija na Ukrajinu i valovi ekonomskih sankcija EU kao globalno značajnog potrošača energenata i sirovina prema Rusiji kao ključnom dobavljaču, dodatno je poremetio već narušene trgovinske lance. Sve veća nepredvidivost budućih kretanja u potražnji za robama i uslugama, kao i cijenama repromaterijala, umanjila je sklonost proizvođača prema investicijama, a time i potražnju za dugoročnim investicijskim kreditima. Negativni učinak na potražnju za kreditima u segmentu poduzeća privremeno je ublažen većim korištenjem kratkoročnih kredita za obrtni kapital, neophodnih za financiranje rastućih troškova nabave kao i za jačanje zaliha repromaterijala u uvjetima izvjesnih prekida u dobavnim lancima. Kod potrošača smanjenje optimizma nepovoljno utječe na potražnju za srednjoročnim potrošačkim kreditima. No, ubrzani rast potrošačkih cijena u odnosu na rast plaća i ostalih primitaka kućanstava otvara jaz u kućnim budžetima i održava potražnju za potrošačkim kreditima. Potražnja za dugoročnim stambenim kreditima zadržava se na visokoj razini zbog državnog subvencioniranja otplate stambenih kredita za mlađe dobne skupine. Očekujemo da bi se rast ukupnih kredita stanovništvu mogao kretati na razini inflacije, dok kod poduzeća očekujemo niže stope rasta kredita u odnosu na godišnju stopu rasta potrošačkih cijena.

## Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

U 2022. godini nastavlja se koncentracija u sektoru kreditnih institucija koji se na kraju 2021. godine sastojao od 20 banaka i 3 stambene štedionice. Početkom ožujka HPB je stekao vlasništvo nad lokalnim Sberbankom, te će do spajanja poslovati kao povezana grupa. U svibnju se Raiffeisen stambena štedionica pripaja lokalnoj Raiffeisen banci, pa će na tržištu ostati samo dvije stambene štedionice. U uvjetima visokih troškova regulacije perspektiva za profitabilno poslovanje slabi kod malih banaka, pa ne jenjava poticaj za daljnju koncentraciju tržišta.

Anton Starčević



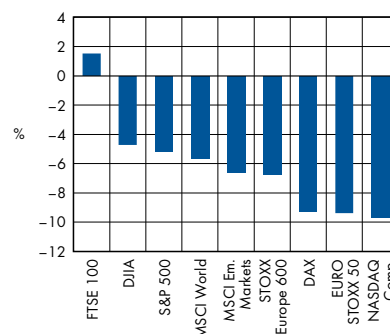
# Invazija Rusije na Ukrajinu dominira dioničkim tržištima

- Sankcije te rasprostranjen globalni rast cijena vrše pritisak na gospodarstvo
- Uslijed čega su djelomično promijenjena očekivanja o zaradama kompanija
- Dok su objave o inflaciji obarale povijesne razine
- Stoga je pažnja investitora usmjerena na retoriku čelnika Fed-a i ESB-a

Prvo tromjesečje 2022. unijelo je novi momentum na tržišta i to u povijesnim razmjerima. Početkom godine tržištima su dominirale teme poput širenja nove inačice COVID-19 virusa nazvane omikron te špekulacije o tempu i mjerama stezanja monetarne politike vodećih svjetskih banaka uslijed izraženih inflatornih pritisaka. Navedene teme sukcesivno su bile potisnute u drugi plan uslijed tinjajućeg geopolitičkog rizika na istoku Europe. Nažalost, prihvatljivo diplomatsko rješenje za Rusiju i Ukrajinu nije uspješno pronađeno te je, unatoč uvjeravanju i samodopadnosti reakcija ruskih čelnika na ratna upozorenja iz SAD-a ("ratovi u Europi rijetko počinju u srijedu"), rat u Ukrajini započeo 24. veljače tj. u četvrtak. Od početka ruske invazije na Ukrajinu, nova stvarnost zavladała je u Europi. Značajno promijenjena geopolitička situacija, pogotovo na istoku Europe, odrazila se na snažan odgovor zapadnih zemalja te uvođenje sankcija Rusiji u mjerama i opsegu bez presedana. U međuvremenu, a obzirom na ruske protumjere, možemo govoriti o "ekonomskom ratu" između zapadnih zemalja i Rusije u pravom smislu te riječi. Rezultirajući vojni i ekonomski rat odrazio se ne samo na povećanu averziju investitora prema ulaganjima u rizičnije klase imovine, nego je rezultirao snažnim rastom cijena poljoprivrednih proizvoda i industrijskih sirovina zbog straha od nestašice. U takvom okruženju, američko gospodarstvo pokazalo se robusnijim na negativne učinke u odnosu na gospodarsku snagu zemalja članica EU. Zabrinutost zbog "scenarija stagflacije" trebala bi i dalje predstavljati uteg za izvedbu europskih dioničkih tržišta. Stoga očekujemo bolju izvedbu američkog dioničkog tržišta u nadolazećem razdoblju.

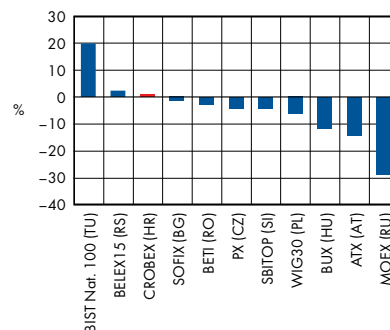
Potpuni energetska embargo (nafta, plin i ugljen) do sada nije implementiran zbog visoke ovisnosti pojedinih zemalja članica Europske unije o uvozu istih iz Rusije. Međutim, u slučaju daljnjeg zaoštavanja odnosa prema Rusiji, države članice EU bi barem mogle postići dogovor oko formalnih planova i datuma prestanka opskrbe ruskim energentima te to upakirati kao daljnje sankcije Rusiji, s raznim prijelaznim razdobljima ovisno o ovisnosti pojedinih članica EU te pronalaska odgovarajućih alternativnih pravaca opskrbe. Naš osnovni scenarij je izostanak uvođenja embarga na uvoz plina iz Rusije zbog velikih problema za europsko gospodarstvo, koji se ne mogu riješiti u kratkom roku. Slijedom navedenog, možemo govoriti o određenom poboljšanju izgleda za europska dionička tržišta u odnosu na situaciju iz prve polovine ožujka. Međutim, prema našem mišljenju, naftni embargo ne može biti potpuno isključen zbog stalno rastućeg političkog i moralnog pritiska. Čak i ako se članice EU odluče na embargo, vjerujemo da će se to odvijati na uredan način s dužim prijelaznim rokovima a ne naglo, zbog čega ne očekujemo značajnu negativnu reakciju investitora na europskim dioničkim tržištima s te osnove. Dodatno, stabilizacija globalnog tržišta nafte podržana je najavljenim otpuštanjem strateških rezervi od strane SAD-a i ostalih članica Međunarodne energetske agencije (IEA). Put prema održivom mirovnom sporazumu između Rusije i Ukrajine, prema svemu sudeći će potrajati. Ipak, dionička tržišta s obje strane Atlantika već bilježe značajan oporavak vrijednosti te možemo reći da je tržište trenutno vođeno "načelom nade". Navedeno, posebno vrijedi za američko dioničko tržište koje je čak i blago poraslo u odnosu na zaključnu vrijednost prije izbijanja rata u Ukrajini (mjereno S&P 500 indeksom na dan 23.2.), ali su

## Svjetski indeksi – prinosi u 1. tromj. 2022.\*



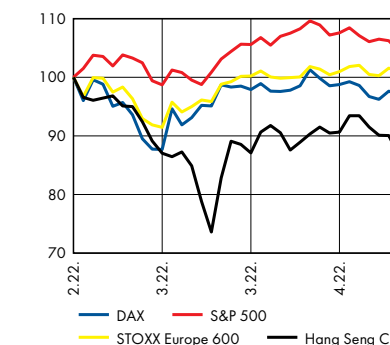
\* u lokalnoj valuti na datum 31.3.2022. (18:30 sati)  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Regionalni indeksi – prinosi u 1. tromj. 2022.\*



\* u lokalnoj valuti na datum 31.3.2022. (18:30 sati)  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Izvedba vodećih globalnih dioničkih indeksa nakon invazije Rusije na Ukrajinu



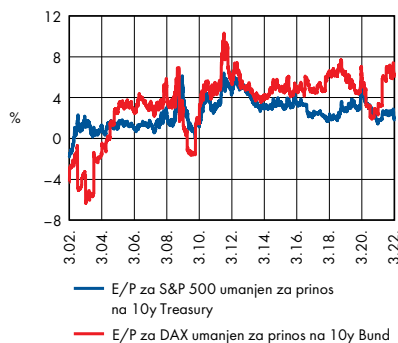
Izvori: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

**Najviše stope inflacije u posljednjih nekoliko desetljeća**



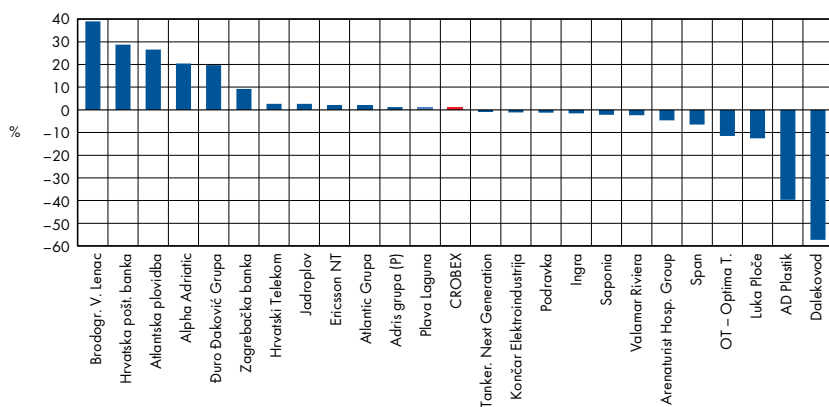
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

**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

**Povrati CROBEX sastavnica u 1. tromjesečju 2022. (dividende nisu uključene)\***



\* povrati izračunati na datum 31.3.2022. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

i investitori na europskim dioničkim tržištima također počeli značajno ublažavati svoja stajališta prema materijalizaciji različitih rizika (npr. širenje vojnog sukoba i izvan granica Ukrajine, potpuni embargo na uvoz energenata iz Rusije). Istovremeno je izvjesno da središnje banke s obje strane Atlantika (Fed, ESB) više neće podržavati dionička tržišta svojom iznimno ekspanzivnom monetarnom politikom. Upravo suprotno, Fed i ESB bit će više posvećeni borbi protiv inflacije, s time da je izgledno da bi ESB trebao djelovati puno opreznije u usporedbi s Fed-om. Smatramo da su u vrijednost financijskih instrumenata već visoko ukalkulirana očekivanja o zaokretu monetarne politike obiju središnjih banaka. Međutim ne isključujemo zadržavanje volatilnosti na tržištima uslijed nastavka obaranja povijesno visokih stopa inflacije, a koje bi prema empirijskim istraživanjima trebale imati jasan učinak prigušivanja izvedbe na globalnim dioničkim tržištima.

Među dioničkim indeksima regije SIE u prvom tromjesečju ponovno se rastom u lokalnoj valuti istaknuo turski BIST 100, no uzmemo li u obzir izraženu deprecijaciju turske lire uslijed rekordne inflacije koja je u ožujku dosegla 61%, povrat je znatno niži. Kao i zapadna tržišta, većina je regionalnih indeksa zabilježila oštar pad, a pritom je (očekivano) prednjačio ruski MOEX. Posebno pogođeni ruskom invazijom na Ukrajinu te posljedičnim sankcijama bili su austrijski ATX i mađarski BUX zbog natprosječno visoke izloženosti sastavnica tržištima Rusije, Bjelorusije i Ukrajine, ali i sektorskog sastava. CROBEX je bio jedan od malobrojnih indeksa s pozitivnom izvedbom, što pripisujemo relativno maloj izravnoj izloženosti gospodarstvima Rusije, Bjelorusije i Ukrajine. Najveći gubitnik bila je dionica Dalekovoda, uslijed negativne reakcije investitora na provedenu dokapitalizaciju, kao i dionica AD Plastika zbog značajnog negativnog utjecaja sankcija Rusiji na poslovanje.

U drugom tromjesečju očekujemo nastavak pojačane volatilnosti na Zagrebačkoj burzi te, unatoč prisutnim negativnim rizicima, relativno dobru izvedbu CROBEX-a. Hrvatsko tržište smatramo atraktivno vrednovanim, posebice u smislu dividendi (dividendni prinos oko 4,8%). Pod uvjetom zadržavanja ratnih zbivanja na teritoriju Ukrajine, ne očekujemo veći nepovoljan utjecaj na turističku sezonu. Naime, iako rat na europskom tlu ima određeni nepovoljan utjecaj na sklonost putovanjima, a rast cijena nafte i plina utječe na pad raspoloživog dohotka kućanstava, sklonost odricanju od odmora je relativno niska, posebno nakon dvije pandemijske godine. Stoga smatramo da bi ovom krizom u većoj mjeri mogla biti pogođena odredišta na Crnom moru – Bugarska i Turska. Što se tiče ruskih turista, oni od ulaska Hrvatske u EU čine manje od 1% ukupnih ostvarenih noćenja. S obzirom na još uvijek rastuće inflatorne pritiske i ponovno jačanje poremećaja u lancima opskrbe, očekujemo izraženiji negativan utjecaj na poslovne rezultate kompanija, ne samo u prvom polugodištu, već i do kraja tekuće godine.

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 22. travnja 2022.

Publikacija odobrena od strane urednika: 27. travnja 2022. u 17:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 28. travnja 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.

Ekonomska i financijska 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 dioničarsko tržište, 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.