

# RBAAnalize

broj 85  
srpanj 2022.

## **Euro: vrata širom otvorena**

- Rast pod teretom neizvjesnosti
- Inflacija ne posustaje
- U očekivanju jačeg stezanja ESB-a
- Promijenjeno okruženje na dioničkim tržištima

© Photo: Shutterstock Images  
Copyright: Simun Ascic

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



**Raiffeisen**  
**ISTRAŽIVANJA**

## Sadržaj

### Pokazatelji

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

### Uvod

Hrvatska postaje 20. članica euro područja.....	5
---	---

### Realni sektor, tržište rada

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

### Platna bilanca

Višak zadržan, podržan kretanjima na računu usluga .....	8
--	---

### Inflacija

Inflacija: visoko, više.....	9
------------------------------	---

### Tečaj, monetarna politika

Euro – vrata širom otvorena.....	10
----------------------------------	----

### Politike središnjih banaka ECB – Fed

ESB: Normalizacija monetarne politike, lakše reći nego učiniti.....	12
---	----

### Fiskalna politika i tržište duga

Javne financije ostaju najizazovnije područje.....	15
--	----

### Financijski sustav

Povećano zaduživanje poduzeća zbog rastućih cijena nabave .....	18
---	----

### Tržište dionica

Promijenjeno okruženje na dioničkim tržištima.....	19
--	----

## 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	3,9	3,0	3,5
Potrošnja kućanstava, % (stalne cijene)	3,2	3,3	4,0	-5,3	10,1	4,3	2,5	3,2
Bruto investicije u fiksni kapital, % (stalne cijene)	2,2	2,5	3,3	4,1	3,1	7,3	8,0	7,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	49.913	52.718	55.604	50.225	57.231	64.205	68.934	72.987
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	12.344	13.153	14.008	12.777	14.707	16.594	17.861	18.935
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	9,1	2,0	1,5
% , prosjek	1,1	1,5	0,8	0,1	2,6	9,2	4,1	2,1
Proizvođačke cijene <sup>2</sup> , %, kraj razdoblja	2,1	0,6	1,5	-1,2	19,7	16,2	3,4	2,8
% , prosjek	2,1	2,3	0,8	-2,0	9,7	24,5	6,0	3,3
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	11,6	9,2	7,7	8,9	8,0	7,2	7,1	7,0
Prosječna neto plaća (HRK), pr	5.984	6.241	6.582	6.763	7.128	7.621	7.851	8.127
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	75,6	72,0	69,4
<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	2,1	2,2	2,7
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	15.706	17.438	18.560	18.942	25.022	26.000	3.569	4.000
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	7,8	7,9	7,9	9,3	9,8	8,3	1,0	1,1
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	10,6	4,0	1,8	-55,3	72,1	28,5	5,7	3,2
Inozemni dug, mlrd. EUR	43,5	42,6	40,3	40,1	44,6	46,2	47,7	49,3
Inozemni dug, kao % BDP-a <sup>3</sup>	87,2	80,8	72,4	79,8	78,0	72,2	69,0	67,1
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga <sup>3</sup>	176,9	163,1	142,6	189,7	148,4	132,8	121,7	113,3
<b>Financijski pokazatelji</b>								
Devizni tečaj, kr, EUR/USD	1,20	1,14	1,12	1,22	1,14	1,02	1,15	1,20
pr, EUR/USD	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,07	1,09	1,18
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,44	7,41	7,44	7,54	7,52	7,53	euro	euro
pr, EUR/HRK	7,46	7,42	7,41	7,53	7,52	7,53	euro	euro
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	99,4	120,0	137,2	160,4	189,4	196,9	203,8	210,8
% promjena	19,1	20,7	14,3	16,9	18,1	4,0	3,5	3,4
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	307,2	324,0	333,3	364,47	403,35	412,22	420,46	426,35
% promjena	2,1	5,5	2,9	9,3	10,7	2,2	2,0	1,4
Plasmani, mlrd. HRK, kr	218,9	223,2	229,5	238,51	245,77	259,29	268,36	278,02
% promjena	-1,2	2,0	2,8	3,9	3,0	5,5	3,5	3,6
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	0,4	0,1	0,1	0,06	0,02	0,25	0,60	0,85
Euribor 3-mj. kraj razdoblja	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	0,9	1,6	1,6
<b>Europska središnja banka</b>								
Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja, %, kraj razdoblja <sup>5</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	2,0	2,0
Depozitna stopa, %, kraj razdoblja <sup>6</sup>	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	0,8	1,5	1,5

<sup>1</sup> Prema izvornim neprilagođenim indeksima <sup>2</sup> Na domaćem tržištu <sup>3</sup> U eurima <sup>4</sup> Uključujući kružna ulaganja <sup>5</sup> eng. Main refinancing operations (fixed rate) <sup>6</sup> kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod ESB-aeng. deposit facility

e – ocjena, f – prognoza, kr – kraj razdoblja, pr – prosjek razdoblja

Prognoze: Ekonomska i financijska istraživanja

Izvori: HNB, DZS, MF



## Hrvatska postaje 20. članica euro područja

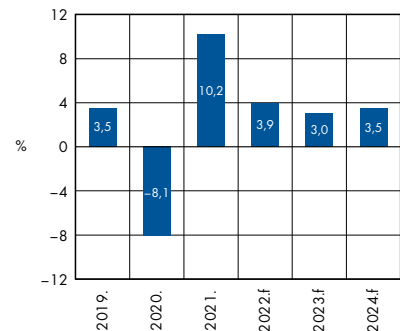
Unatoč ozračju visoke neizvjesnosti, rastuće inflacije te prijeteece stagflacije, hrvatsko gospodarstvo nastavilo je s rastom i tijekom prve polovice 2022. Rast je široko rasprostranjen te predvođen domaćom potražnjom dok pozitivne učinke izvoza umanjuje istovremeno snažan rast uvoza. Razvidan je solidan rast uslužnog sektora, koji na krilima akumulirane štednje i pozitivnih očekivanja turističkog sektora uspijeva ublažiti usporavanje gospodarske aktivnosti u ostalim područjima. Realan sektor suočava se sa sve većim troškovnim pritiscima, ali i prisutnim poremećajima u globalnim lancima opskrbe čije se rješenje ne nadzire i zbog kineske politike o postizanju nulte stope COVID-19. Vrhunac inflacije je pred nama i zadržat će se tijekom ljetnih mjeseci na povijesno visokim razinama. Usporavanje je moguće tek prema kraju godine zbog učinka baznog razdoblja, ali povratak prema stopama od 2 posto ne očekujemo prije kraja 2023. Rast realnih plaća ušao je u negativno područje, a u uvjetima povijesno niske nezaposlenosti i rastuće zaposlenosti rasti će pritisak za povećanje plaća. Rast cijena i još uvijek niske kamatne stope za posljedicu imaju jačanje potražnje za kreditima. Iako su se na početku godine naše projekcije o rastu gospodarstva od 3,5% u 2022. činile optimistične dosadašnji podaci i očekivanja u turizmu izlažu i trenutne projekcije riziku korekcije na više. S druge strane potencijalni ulazak euro područja u recesiju na prijelazu iz 2022. u 2023., snažniji inflatorni pritisci, nepovoljan utjecaj ne samo na raspoloživi dohodak nego i na potrošački i poslovni optimizam kao i nemogućnost provedbe investicija u okviru NPOO imali bi za posljedicu zamjetno nižu stopu gospodarskog rasta u 2023. Veliki utjecaj na realizaciju navedenih negativnih rizika svakako imaju geopolitička kretanja osobito povezana s ratom u Ukrajini i potencijalnim protu sankcijama Rusije prema Europi koje bi obuhvaćale obustavu dotoka plina, nastavak snažnog rasta cijena uz istovremeno recesiju ili slab rast u Europi.

Očekivano, Izvješće o konvergenciji dalo je uvod u formalnu potvrdu Vijeća da će Hrvatska 1. siječnja postati 20. članica euro područja te ćemo se oprostiti s kunom kao nacionalnom valutom plaćanja. Eliminacija valutnog rizika imat će za posljedicu podizanje kreditnog rejtinga. Uz to, fokus domaće javnosti još više će se okrenuti prema Europskoj središnjoj banci koja za razliku od Fed-a još uvijek nije započela s podizanjem referentnih kamatnih stopa. Sastanak u srpnju bit će ključan, ne samo zato što očekujemo početak takvog ciklusa već se očekuje i predstavljanje specijalnog instrumenta usmjerenog prema anti – fragmentaciji tržišta. Po prvi puta središnja banka će nastojati ograničiti rast spreadova dijela državnih obveznica unutar monetarne unije. Za Hrvatsku sam ulazak u euro područje predstavlja priliku, ali ne i jamstvo, za ostvarivanje značajnih koristi. Sama po sebi, očekivana monetarna stabilnost, eliminacija valutnog rizika i relativno niže kamatne stope donose korist, ali ne nužno i prosperitet i otpornost prema unutarnjim i vanjskim šokovima. Štoviše, ako se monetarna stabilnost iskorištava i koristi kao zamjena za discipliniranu i održivu ekonomsku politiku, država članica lako može upasti u zamku izlažući se pretjeranoj ranjivosti.

Na financijskim tržištima tema inflacije zasjenjena je rastućom zabrinutosti investitora u pogledu klizanja vodećih svjetskih gospodarstava u recesiju. U scenariju brzog klizanja globalnog gospodarstva u recesiju očekujemo nastavak silaznog trenda na dioničkim tržištima. Tek umjereno slabljenje gospodarskog zamaha moglo bi, u drugoj polovini godine, biti pozitivno prihvaćeno od strane investitora na dioničkim tržištima.

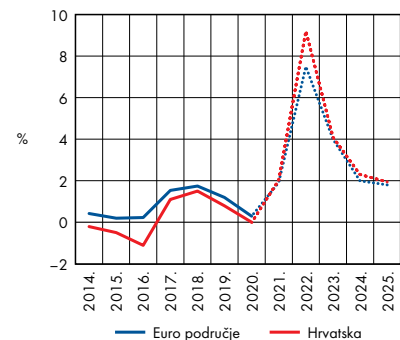
Zrinka Živković Matijević

### BDP godišnja realna promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Euro područje: kamatne stope i prinosi

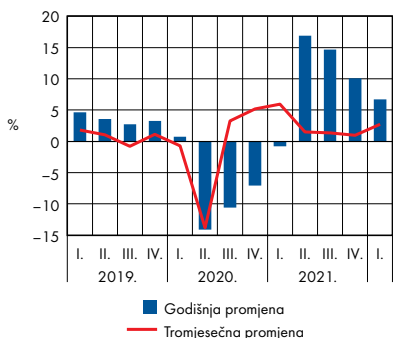
	ruj. 22.	pro. 22.	pro. 23.
ESB ref. stopa	0,75	1,25	2,00
Depozitna stopa	0,25	0,75	1,50
Euribor 3mj.	0,50	0,90	1,55
Njem. 2-god. prinos	1,40	1,20	1,45
Njem. 10-god. prinos	1,80	1,50	1,70

Izvor: ESB, RBI/Raiffeisen istraživanja

# Rast pod teretom neizvjesnosti i rastuće inflacije se nastavlja

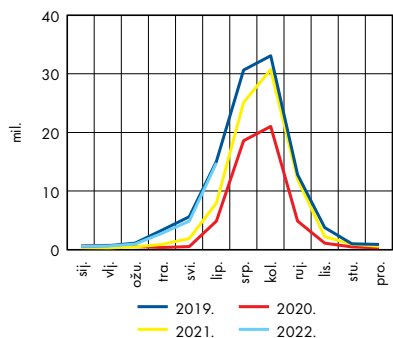
- Usluge kao predvodnik solidnog gospodarskog rasta
- Sve "oči uprte u 2023."

## BDP, realna promjena



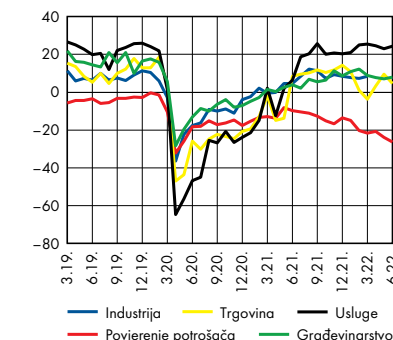
Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Broj noćenja



Izvor: HTZ, Raiffeisen istraživanja

## Indeksi povjerenja



Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Unatoč visokoj neizvjesnosti gospodarstvo je i **na početku godine** nastavilo sa solidnim stopama rasta. Štoviše, rast realnog BDP-a se ubrzao u odnosu na posljednje tromjesečje (+2,7%), ali je uslijed iščezavanja učinka baznog razdoblja realna godišnja stopa rasta nastavila usporavati. Međutim i godišnji, široko rasprostranjeni, **rast gospodarske aktivnosti od 7%** (prema izvornim indeksima) zadržao se na razmjerno visokoj razini predvođen prije svega rastom osobne potrošnje, investicija i izvoza. Na oprez u interpretaciji podataka, međutim upozorava podatak da je i razmjerno visoki doprinos rastu BDP-a došao od zalih koje uključuju statističku diskrepanciju.

Iznad očekivani rast **osobne potrošnje** (+6,3%) posljedica je porasta prometa ugostiteljskih i prometnih usluga te prometa u trgovini na malo. Kako podaci o prometu trgovine na malo nisu sugerirali tako snažan rast osobne potrošnje izvjesno je da se oporavak ostalih uslužnih djelatnosti nakon krize izazvane pandemijom nastavlja. To potvrđuju podaci o rastu bruto dodane vrijednosti gdje je godišnjem realnom rastu BDV-a od 6,3% najviše pridonio rast u djelatnostima trgovine na veliko i na malo, prijevoza i skladištenja te smještaja, pripreme i usluživanja hrane. K tome, osobna potrošnja podršku je pronašla u povoljnim kretanjima na **tržištu rada** koje karakterizira kontinuirani pad nezaposlenosti i rast zaposlenosti. Uz to izvjesno je da su akumulirana štednja te pozitivna očekivanja glede ovogodišnje turističke sezone ublažila negativne učinke rastuće inflacije na sklonost potrošnji kućanstava. I dalje ostajemo pri ocjeni dvoznamenkastog rasta u turizmu te bi turistička noćenja trebala dosegnuti povijesno uspješnu 2019. Prihodi od turizma će pak zbog rasta cijena nominalno dosegnuti svoj povijesni maksimum. Osim podrške rastu ukupnog izvoza, turizam će tako zbog strukture smještajnih kapaciteta uvelike ublažavati nepovoljan utjecaj pada realnih plaća na raspoloživi dohodak stanovništva. Naime, iako će prosječne nominalne plaće nastaviti rasti, već se primjećuje njihov realni pad koji će osobito biti izražen u drugoj polovici godine. Zbog zadržavanja povišenih stopa inflacije projiciramo da će realne plaće padati i u prvoj polovici 2023. obuzdavajući tako rast osobne potrošnje, ali i stvarajući pritisak na rast plaća ne samo u javnom već i u privatnom sektoru.

Na rast **investicija** (7,9%) upućivali su visokofrekventni pokazatelji u građevinarstvu budući da osim rasta dozvola i vrijednosti samih radova nastavlja rasti i obujam građevinskih radova i kod stambenih objekata i kod ostalih građevina. Raspoloživost europskih sredstava iz prethodnog Višegodišnjeg financijskog okvira te u okviru Nacionalnog plana oporavka i otpornosti (NPOO) sugerira nastavak rasta investicija. Prema Vladinom izvješću je završeno ili je u tijeku preko 6,5 mlrd kuna investicija (odnosno 12% ukupno raspoloživih sredstava NPOO-a). Uz to plan je Vlade samo u 2022. pokrenuti preko 70% investicija u okviru NPOO dok se sredstva iz prethodne financijske omotnice europskog proračuna mogu iskoristiti do kraja 2023. godine. Stoga, unatoč rastućoj inflaciji i neizvjesnosti te možebitno smanjenoj vanjskoj potražnji u 2023. investicije bi trebale neutralizirati negativne učinke zadržavajući stopu rasta BDP-a na oko 3%.

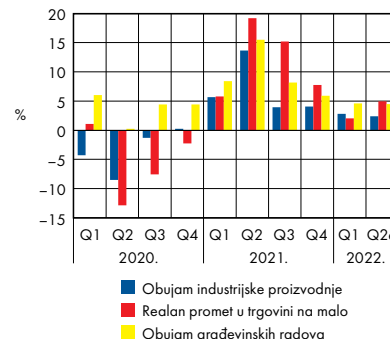
Zbog visoke uvozne ovisnosti, rastuća domaća potražnja te rast izvoza (29,4%) utjecali su na **snažan rast uvoza (25%)** koji će se nastaviti i narednih tromjesečja. Visoka baza, ali i očekivano usporavanje inozemne potražnje zbog usporavanja rasta u najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima (EU) za posljedicu će imati i niži rast izvoza pa će se negativan doprinos neto inozemne potražnje tijekom 2023. produbiti. Najavljen i vrlo izgledan ulazak Hrvatske u područje Schengena kao i sasvim sigurno prihvaćanje eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja zasigurno će pozitivno djelovati na buduće izvozne aktivnosti olakšavajući uvelike razmjenu roba i usluga s inozemnim partnerima Hrvatske koji se nalaze u euro području, a koji čine gotovo dvije trećine razmjene roba i usluga s inozemstvom. Ipak, inozemna potražnja određena je uvelike gospodarski kretanjima na našim najvažnijim tržištima, a trenutne projekcije sve više sugeriraju zamjetno usporavanje aktivnosti i potražnje.

**Projekcije rasta 2022. izložene su pozitivnim, a 2023. negativnim rizicima.** S jedne strane 2022. mogla bi donijeti uspješniju izvedbu (ostalog) uslužnog, ali i prerađivačkog sektora koji unatoč globalnim zastojeima raste na krilima solidne inozemne i domaće potražnje. Jačina usporavanja gospodarstva u posljednjem tromjesečju i globalno okruženje odredit će hoće li se realna stopa gospodarskog rasta u 2022. godini premašiti 4%.

Potencijalni ulazak euro područja te država srednje Europe u recesiju na prijelazu iz 2022. u 2023. godinu, snažniji inflatorni pritisci, nepovoljan utjecaj ne samo na raspoloživi dohodak nego i na potrošački i poslovni optimizam kao i nemogućnost provedbe investicija u okviru NPOO imali bi za posljedicu zamjetno nižu stopu gospodarskog rasta u 2023. godini. Veliki utjecaj na realizaciju navedenih negativnih rizika svakako imaju geopolitička kretanja osobito povezana s ratom u Ukrajini i potencijalnim protu sankcijama Rusije prema Europi koji bi obuhvaćali obustavu dotoka plina i nastavak snažnog rasta cijena, uz istovremeno recesiju ili slab rast u Europi. Uz to još uvijek je neizvjesno kada će se dobavni lanci opskrbe normalizirati jer Kina ne odustaje od politike nulte stope COVID-19.

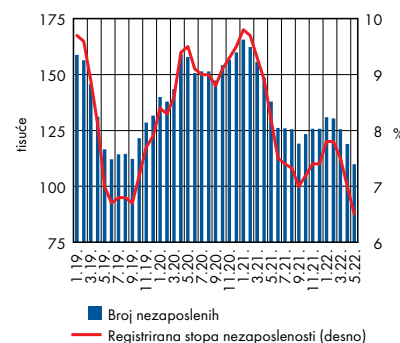
Zrinka Živković Matijević

## Visokofrekventni pokazatelji, godišnje promjene



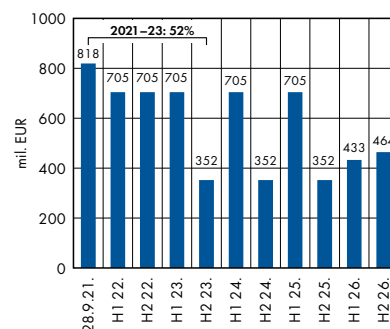
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Plan plaćanja NPOO

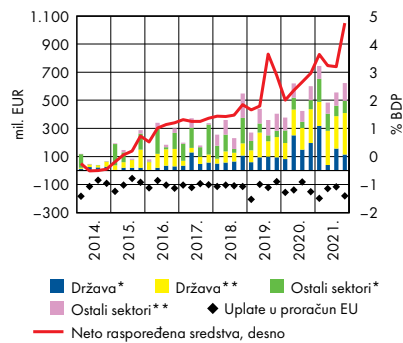


Izvori: EK VRH, Raiffeisen istraživanja

## Višak zadržan, podržan kretanjima na računu usluga

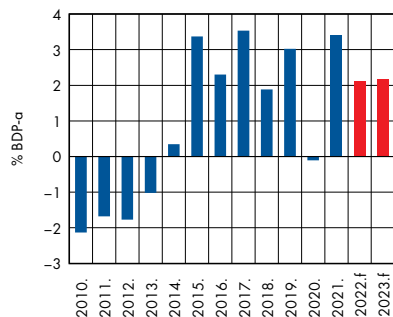
- Rast prihoda od turističke potrošnje
- Kretanja na tekućem računu izložena negativnim rizicima

### Transakcije s proračunom EU-a



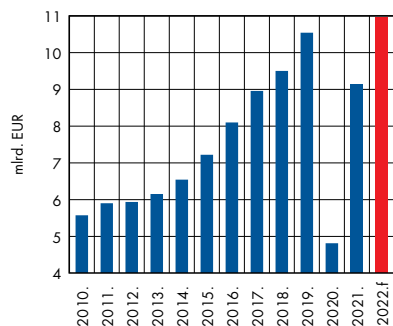
\*tekući prihodi; \*\*kapitalni prihodi  
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Prihodi od turizama



Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

U prvom tromjesečju na tekućem i kapitalnom računu platne bilance ostvaren je manjak od 2,1 mlrd eura što je pogoršanje za 1,1 mlrd eura na godišnjoj razini. Manjak na tekućem računu platne bilance u istom razdoblju iznosio je 2,4 mlrd eura. Kumulativno, u zadnja četiri tromjesečja, višak na tekućem i kapitalnom računu iznosio je 3,7% BDP-a, što je za 2,1 pb manje nego u cijeloj 2021. dok je na tekućem računu višak iznosio 1,3% BDP-a (2,1 pb manje nego u 2021.).

Pogoršanje salda na tekućem i kapitalnom računu platne bilance rezultat je prvenstveno pogoršanja salda robne razmjene s inozemstvom. Naime, iako se rast robne razmjene dodatno ubrzao u prvom tromjesečju, pri čemu je godišnja stopa rasta robnog izvoza bila tek neznatno veća od rasta robnog izvoza, zbog primjetno veće uvozne baze, manjak u robnoj razmjeni snažno je povećan na godišnjoj razini. Pritom izrazito visoke stope rasta robnog izvoza i uvoza uvelike odražavaju povećanje cijena robe, posebno energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Nadalje, zbog veće dobiti banaka i poduzeća u stranom vlasništvu koje je tek djelomično ublaženo nastavkom rasta prihoda od osoba privremeno zaposlenih u inozemstvu višak na računu primarnog dohotka blago se smanjio, dok je ukupan višak na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija također smanjen ponajprije zbog slabijih neto korištenja sredstava iz fondova EU-a. Nepovoljna kretanja tek su djelomično ublažena povećanjem neto izvoza usluga ponajviše zahvaljujući većim prihodima od turističke potrošnje stranih gostiju, koji su za 1,8% premašili razinu iz prvog tromjesečja rekordne 2019. Međutim, učinak rasta prihoda donekle je ublažen zamjetnim porastom rashoda od turističke potrošnje rezidenata u inozemstvu u odnosu na isto razdoblje 2021., premda još uvijek nisu dostigli pret pandemijску razinu.

Očekujemo kako će na razini cijele 2022. višak na tekućem računu biti zadržan iako na nižoj razini uz nastavak pozitivnih trendova na računu usluga (turizam). Pozitivan doprinos očekujemo i od daljnjeg povećanja korištenja EU fondova, prvenstveno onih koji proizlaze iz sredstava iz NGEU-a, ali i iz financijske perspektive 2021. – 2027. U isto vrijeme, 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.

Naše projekcije izložene su negativnim rizicima i neizvjesnostima. Najizraženiji su rizici vezani uz razvoj i ishod aktualne geopolitičke situacije. Nadalje, 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. S druge strane, pristupanje Hrvatske šengenskom prostoru 1. siječnja 2023. djelovat će u pozitivnom smjeru olakšavajući trgovinu roba i usluga s EU. 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, kao negativan rizik za našu prognozu vidimo, iako poboljšan, još uvijek krhak projektni kapacitet državne uprave.

Elizabeta Sabolek Resanović



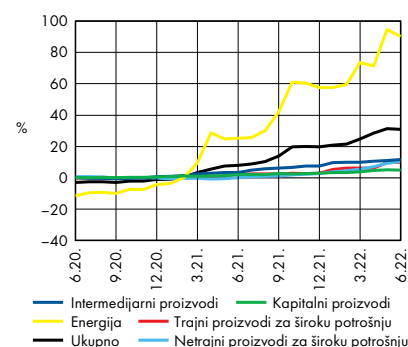
# Inflacija: visoko, više...

- Dvoznamenkaste stope rasta i potrošačkih i proizvođačkih cijena
- Daleko od 2% i u 2023!?

Godišnja stopa inflacije potrošačkih cijena nastavila se ubrzavati i tijekom proljetnih mjeseci te je već u svibnju poprimila dvoznamenkaste vrijednosti. Iako rast i dalje predvode energija i hrana primjetno je jačanje doprinosa i ostalih sastavnica te se temeljna stopa inflacije u prvih pet mjeseci popela na prosječnih 6,3%. Uz to od travnja ove godine primjećuje se odmak godišnje stope rasta potrošačkih cijena u Hrvatskoj od one u euro području nakon gotovo cijelog desetljeća izrazito visoke usklađenosti. Divergenciju i širenje spreada moguće je objasniti i u većem udjelu hrane i bezalkoholnih pića u potrošačkoj košarici, koji u Hrvatskoj čini više od četvrtine (25,9%) dok je njihov udio u euro području 16,6%. A upravo hrana predvodi i uzrokuje ubrzanje inflatornih pritisaka. Osim u kategoriji Transporta, rast cijena energije vidljiv je kod stanovanja, vode i električne energije, koja je u prvih pet mjeseci doprinijela s 0,9 pb ili gotovo 12% ukupnoj inflaciji. Međutim, treba biti svjestan da je Vlada svojim intervencijama spriječila i snažniji rast ne samo naftnih derivata već i troškova stanovanja. I dok energija i hrana zrcale kretanja na svjetskim robnim tržištima, rast ostalih sastavnica posljedica je rastućih troškova i prelijevanja snažnog rasta cijena pri proizvođačima na krajnje potrošače. Rast proizvođačkih cijena premašio je vrtoglavih 30 posto, ali osobito je važno primijetiti da je u područje dvoznamenkastih vrijednosti ušao i godišnji rast intermedijanih proizvoda. Oni odražavaju još uvijek prisutne poremećaje u lancima opskrbe, čemu pridonosi i kineska politika o postizanju nulte stope Covid-19. Sasvim je izgledno da tijekom 2022. do njihove normalizacije neće doći stoga ne treba iznenaditi daljnje jačanje doprinosa rastu cijena od strane Industrijskih neprehrambenih proizvoda. Nadalje, jača pritisak i na rast cijena u sektoru usluga koje se suočava s poraslom potražnjom nakon oporavaka od krize izazvane pandemijom, ali i činjenicom da pojačana turistička potrošnja stvara pritiske na strani potražnje. Očekujemo kako će povišene, pa čak i snažnije dvoznamenkaste stope rasta, ostati prisutne i u sljedećem tromjesečju dok bi se tek određeno smirivanje moglo zabilježiti s približavanjem kraja godine. Potonje će uglavnom biti posljedica učinka baznog razdoblja i, u manjoj mjeri, usporavanja gospodarske aktivnosti. Ne očekujemo pad cijena energije i hrane već tek usporavanje i možebitno smirivanje na trenutno povišenim razinama. Stoga će prema našoj procjeni 2022. Hrvatska zabilježiti najveću stopu rasta inflacije u svojoj novijoj povijesti. Dio inflatornih pritisaka prenijet će se u iduću godinu, kada očekujemo prosječnu stopu inflacije na razini od 4,1%. U uvjetima nastavka geopolitičkih napetosti poprilično je izgledno da cijene energije ostanu povišene, ali se administrativno limitiranje cijena u nekom trenutku mora popustiti što će dovesti do odgođenog podizanja cijena određenih proizvoda i usluga. Rat u Ukrajini i posljedice na svjetski poljoprivredno prehrambeni sektor uz klimatske (ne)prilike dodatno su čimbenik koji ne dozvoljava povratak stopa inflacije prema razinama od 2% prije kraja 2023. čemu će pomoći i učinak baznog razdoblja. Inflaciju inicijalno potaknutu ponudom sve više će pratiti inflacija potaknuta potražnjom, a raste pritisak na rast plaća. Stoga u srednjem roku ne bi trebao iznenaditi podatak da rast temeljne stope inflacije bude veći od ukupne prosječne stope rasta potrošačkih cijena. Konačno, za Hrvatsku je neizbježna postupna konvergencija prema razini cijena europodručja, ali očekujemo da će se prilagodba ipak odvijati postupno kroz godine.

Zrinka Živković Matijević

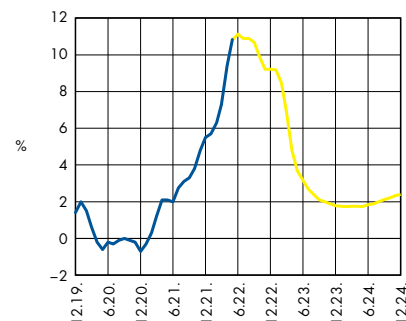
## Proizvođačke cijene \*, godišnja promjena (2015. = 100)



\* na domaćem tržištu

Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Predviđanje inflacije \*, godišnja promjena



\*CPI Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Doprinosi godišnjoj stopi inflacije u razdoblju sij. – svi. (pr. 7,9%)

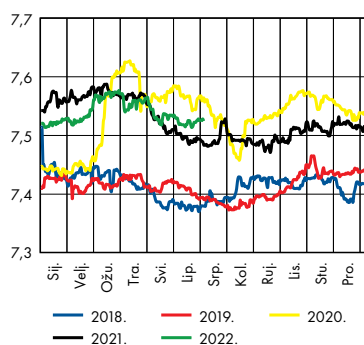


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Euro – vrata širom otvorena

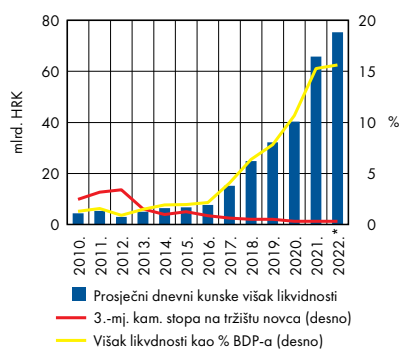
- Hrvatska u euro području od 1. siječnja 2023.
- Na kraju gotovo tri desetljeća stabilnosti kune

### EUR/HRK, srednji tečaj



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

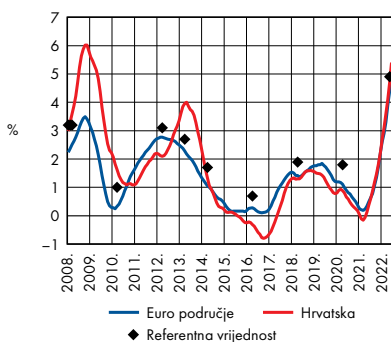
### Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti



\*do 5. srpnja 2022.

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### HICP, 12-mj. pomični prosjek



Izvori: Eurostat, ESB, Raiffeisen istraživanja

Vrlo mali pomaci tečaja uglavnom prema jačanju kune započeti tijekom travnja nastavili su se do kraja drugog tromjesečja. Potražnja za kunama uslijed početka turističke sezone s jedne strane te potrebe za devizama za plaćanje uvoza s druge strane zadržavali su tečaj stabilnim na oko 7,54 kune za euro. Minimalna volatilnost tečaja dodatno je osnažena objavom **Izvjешća o konvergenciji** Europske središnje banke i Europske komisije. Ovaj važan dokument objavljen je na samom početku lipnja i prema njemu **Hrvatska** je jedina država koja ispunjava **kriterije za ulazak u euro područje**.

Uz **stabilan tečaj**, na krilima snažnog gospodarskog rasta već u 2021. **manjak proračuna opće države** te **javni dug u odnosu na BDP** zabilježili su značajna poboljšanja vrativši se unutar kriterija iz Maastrichta. **Dugoročne kamatne stope** iznosile su prosječnih 0,8%, odnosno ostale su ispod referentne vrijednosti od 2,6% za kriterij konvergencije kamatnih stopa zrcaleći solidna gospodarska kretanja, povećanje kreditnog rejtinga države ali i očekivanje skorog ulaska u euro područje. Osobito izazovnim činio se **kriterij inflacije**, ali su, u skladu s očekivanjima, europske institucije Maltu i Portugal (zemlje s najnižom 12-mj. inflacijom u razdoblju travanj 2021. – travanj 2022.) proglasile iznimkama. Naime, obje države su tijekom referentnog razdoblja imale znatno niže stope inflacije od usporedivih stopa u ostalim državama članicama te su prema riječima ESB-a posljedica iznimnih činitelja. Zaključno s travnjem 2022. dvanaestomjesečna prosječna stopa inflacije mjerena HIPC-om u Hrvatskoj je iznosila 4,7%, odnosno bila je ispod referentne vrijednosti za kriterij stabilnosti cijena od 4,9%.

Konačna potvrda ulaska obznanjena je od strane Vijeća EU 12. srpnja. U skladu s očekivanjima paritetni tečaj EUR/HRK od 7,5345 kuna za euro, utvrđen prilikom ulaska Hrvatske u Europski tečajni mehanizam 2 (ERM2), određen je kao konverzijski tečaj. Već početkom rujna (**5.9.**) započet će **dvojno iskazivanje cijena**, u kunama i eurima, koje će trajati do kraja 2023. dok **euro kao zakonsko sredstvo plaća postaje 1. siječnja 2023.** kada će Hrvatska postati **dvadeseta članica euro područja**. Razdoblje dvojnog optjecaja, kada će se plaćanje moći vršiti u obje valute trajat će do 14. siječnja nakon čega hrvatska kuna nakon gotovo tri desetljeća postaje dio povijesti, a jedinstveno sredstvo plaćanja postaje euro. Naravno zamjena gotovine u kunama za euro bit će moguća i nakon navedenih datuma.

Ulaskom u euro područje Hrvatska će izgubiti neovisnost u vođenju monetarne politike odnosno **HNB** će postati dio **Eurosustava**, koji čine Europska središnja banka i nacionalne središnje banke svih država europodručja. **Upravno vijeće ESB** određuje monetarnu politiku za cijelo europodručje te čini jedinstveno monetarno tijelo s jedinstvenom monetarnom politikom. Ono se sastoji od 6 članova Izvršnog odbora i guvernera nacionalnih središnjih banaka država europodručja (s rotirajućim pravom glasa). HNB će odluke monetarne politike donesene u Eurosustavu provoditi u Hrvatskoj, nastaviti će biti zajmodavac u krajnjoj nuždi te će samostalno provoditi makroprudencijalnu politiku. U suradnji s Europskom središnjom bankom obavljat će poslove nadzora banaka, omogućavati funkcioniranje

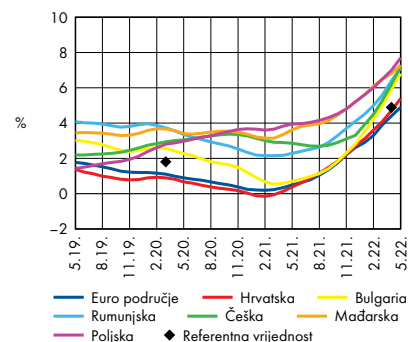
platnog sustava te izdavati i obavljati opskrbu novčanicama i kovanicama eura. Praćenje provedbe zaštite potrošača ostaje u nadležnosti HNB-a kao i upravljanje međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske, manji dio kojih će ulaskom u euro područje prenijeti u Europsku središnju banku. Prema našoj procjeni, uz kapitalni ključ Hrvatske od 0,6596%, iznos koji HNB treba uplatiti iznosi gotovo 330. mil eura. Od navedenog iznosa 15% se uplaćuje u zlatu, a ostatak u nekoj drugoj valuti (USD, YEN itd).

Statistički gledano **međunarodne devizne pričuve** ulaskom u euro područje zamjetno će se smanjiti, prema našoj procjeni za više od 85%. Naime, uz zlato, rezervnu poziciju kod MMF-a i SPV ulaskom u euro područje u međunarodne pričuve tretiraju se samo one pričuve denominarne u valuti koja nije euro i potraživanja prema rezidentima država koje nisu članice Europske monetarne unije. Prema informacijama HNB-a, 85% pričuva denominirano je u eurima. Navedeni omjer značajnije ne odstupa od smanjenja zabilježenih kod novijih članica EMU-a iako su prve članice euro područja imale smanjenje međunarodnih pričuva za oko 30% (dakle u strukturi tadašnjih međunarodnih rezervi imale su svega 30% rezervi denominirane u valutama onih članica koje će prihvatiti euro ili u vrijednosnicama čiji su izdavatelji bili rezidenti novoosnovane euro područja). Uz HNB će prenijeti i dio međunarodnih pričuva u Europsku središnju banku. Ključ za prijenos pričuva je isti kao i za kapital pa se eurska protuvrijednost pričuva koje se mora transferirati uplaćuje 15% u zlatu, a 85% u nekoj stranoj valuti (USD, YEN...).

Prema našoj procjeni s punopravnim članstvom u euro području potrebno je uplatiti (u 3 obroka) i preostali dio upisanog kapitala ESB-a u vrijednosti 68,7 mil. eura.

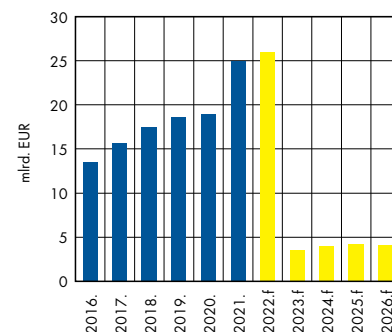
Zrinka Živković Matijević

### HICP, 12-mj. pomični prosjek



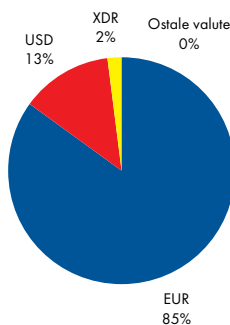
Izvori: Eurostat, ESB, Raiffeisen istraživanja

### Bruto međunarodne pričuve



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Valutna struktura međunarodnih pričuva, kraj 2020.



Izvor: HNB

## ESB: Normalizacija monetarne politike, lakše reći nego učiniti

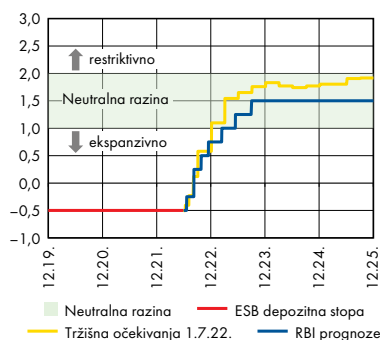
- Prvo podizanje kamatnih stopa u srpnju
- Brža dinamika zaoštavanja monetarne politike

### Ekonomске prognoze, %, god. prom.

	BDP prognoze iz		HICP* prognoze iz	
	ožu.22	pro.21	ožu.22	pro.21
2022.	2,5	2,8	7,5 (3,6)	6,8 (3,3)
2023.	1,0	2,1	4,0 (3,5)	3,5 (2,8)
2024.	2,0	2,1	2,2 (2,2)	2,1 (2,3)

\* Temeljna inflacija u Zagradi  
Izvor: ESB, RBI/Raiffeisen istraživanja

### Očekuje se da će ESB normalizirati referentne stope do 2023.



Izvor: Refinitiv, RBI/Raiffeisen istraživanja

Nakon godina izrazito niske inflacije, situacija je danas bitno drugačija. Razdoblje iznimno ekspanzivne monetarne politike bliži se kraju i neizbježno je prvo povećanje kamatne stope od strane ESB-a. Put je to u novo normalno koje dolazi s neizvjesnostima i rizicima.

Željno iščekivani sastanak Europske središnje banke u lipnju donio je dugo očekivani plan za normalizaciju monetarne politike. Konkretno govoreći, središnja banka ograničila se na **smjernice određivanja referentnih kamatnih stopa**. Naime, u srpnju će referentne kamatne stope najvjerojatnije biti podignute za 25 baznih bodova, dok se u rujnu očekuje snažnije povećanje (vjerojatno od 50bb). Iz retorike da su nakon rujna prikladna daljnja postupna i kontinuirana povećanja kamatnih stopa iščitavamo povećanje za po 25bb u listopadu i prosincu. Stoga bi **do kraja godine povećanje referentne kamatne stope iznosilo 1,25 postotnih bodova**. Naravno, središnja banka nije donijela konačnu odluku te će dinamika i opseg povećanja kamatnih stopa ovisiti o ekonomskim pokazateljima. Naime, ekonomska situacija mogla bi se razvijati lošije nego što je predviđeno u novim, revidiranim prognozama BDP-a. S druge strane, pod uvjetom izraženih inflatornih pritisaka središnja banka mogla bi reagirati brže nego što pretpostavljamo i umjesto normalizacije kamatnih stopa primijeniti restriktivnu monetarnu politiku. Na temelju priopćenja ESB-a i naših gospodarskih prognoza (lošiji gospodarski izgledi i kontinuirana snažna inflacija), pretpostavljamo da će **se daljnja povećanja referentne stope nastaviti u 2023.**, ali i da će politika ESB-a donekle usporiti. Stoga prognoziramo povećanje od 25 baznih bodova između prvog i trećeg tromjesečja 2023. Očekujemo da će ciklus povećanja kamatnih stopa biti završen u rujnu 2023. sa stopom od 2% na glavne operacije refinanciranja u kojima banke mogu posuđivati sredstva od ESB-a uz kolateral na tjednoj osnovi, po unaprijed određenoj kamatnoj stopi te s 1,5% na depozitnu stopu, odnosno na bankovna polaganja prekonoćnih depozita po unaprijed postavljenoj stopi nižoj od stope na glavne operacije refinanciranja. Smatramo kako su naše prognoze kamatnih stopa izložene uzlaznim rizicima. Iako smo manje optimistični u pogledu izgleda gospodarstva od ESB-a, vjerujemo da središnja banka podcjenjuje razvoj inflacije u narednim tromjesečjima.

Zanimljivo je kako se **ESB svojim pristupom i komunikacijom jasno razlikuje od mnogih središnjih banaka**. Osim što zaoštava monetarnu politiku sporijom dinamikom, u svojim argumentima uglavnom se koristi **strukturnim argumentom u pogledu budućeg inflacijskog okruženja** i relativno se slabo referira na cikličko upravljanje inflacijom. Konkretno, središnja banka smatra da je faza niske inflacije ili deflacijske prijetnje završena (razlozi su: dovršene realne prilagodbe u euro području; zelena transformacija koja, barem privremeno, dovodi do viših troškova; reorganizacija opskrbnih lanaca s učinkovitosti na robusnost što smanjuje učinke globalizacije na smanjenje cijena) i stoga će monetarna politika također biti trajno drugačija. Naime, **monetarna politika neće se vratiti na kombinaciju mjera iz posljednjih godina** ni nakon trenutnog inflacijskog šoka, pa čak ni u slučaju gospodarskog pada. S druge strane, **ne treba očekivati da**

će se postojeći instrumenti u potpunosti ugasiti. Umjesto toga, pitanje je kako bi trebala izgledati **buduća stvarnost**.

Do sada je ESB dala malo smjernica o razini na kojoj su, s njezinog stajališta, kamatne stope neutralne. Štoviše, marginalni su ostali i **izgledi za druge upravljačke instrumente** (operacije refinanciranja i držanje obveznica). Previše marginalna, pa tako (pre)snažna ekspanzija premija rizika nedavno je ugrozila željeni jedinstveni učinak monetarne politike u cijelom euro području (transmisija monetarne politike). Središnja banka itekako je svjesna **rizika od fragmentacije** (neproporcionalnog povećanja premije rizika) tijekom popuštanja izrazito ekspanzivne monetarne politike posljednjih godina. Štoviše, više puta je potvrdila svoju “neograničenu predanost” u suprotstavljanju takvim negativnim tržišnim kretanjima. Uz snažnije korištenje reinvestiranja obveznica PEPP portfelja koje dopijevaju u zemlje poput Italije, Grčke itd., radi se na neovisnom **instrumentu protiv fragmentacije (AFI)**. Ovaj vjerojatno novi program otkupa obveznica sa sobom nosi izazov, s jedne strane, održavanja spreadova na prihvatljivoj razini, a s druge strane, ne dovođenje u pitanje prestanak QE programa (programi neto otkupa obveznica APP, PEPP). Čini se očiglednim, i već je signalizirano, sterilizirati sredstva koja se koriste za kontrolu spreadova, kao što je bio slučaj s Programom tržišta vrijednosnih papira (Securities Markets Programme – SMP). Međutim, problemi leže u detaljima AFI programa: kriteriji za procjenu nerazmjernih kretanja na tržištu, obujam kupnje i razdoblje držanja obveznica, kombinacija dospjeća, uvjeti s obzirom na javne financije itd.

Ukratko, jasno je da u prvim i još uvijek opreznim koracima normalizacije monetarne politike, **središnja banka suočava se s problemom izjednačenog učinka monetarne politike u cijelom euro području**. Na temelju ovog iskustva, čini se logičnim da će **korištenje operacija refinanciranja i programa kupnje obveznica u budućnosti biti supstitut određivanju kamatnih stopa**, a ne komplement kao u prošlosti. U posljednjih desetak godina instrumenti su trebali optimalno međusobno djelovati kako bi se postigao maksimalan ekspanzijski učinak (komplementarnost). Slijedom toga, zaoštavanje kamatnih stopa vjerojatno će biti izraženije u mjeri u kojoj druga dva instrumenta mogu učinkovitije spriječiti zaoštavanje uvjeta financiranja unutar euro područja. U tom kontekstu ne očekujemo da će ESB, za razliku od američkog Fed-a, brzo prijeći na kvantitativno stezanje. Smanjenje APP portfelja (nepotpuno reinvestiranje) vjerojatno neće postati problem do sredine 2023. (prema kraju zaoštavanja kamatnih stopa). Istovremeno volumen PEPP programa, prema odluci ESB-a, trebao bi se zadržati do kraja 2024. Stoga će **monetarna politika ostati u režimu s viškom likvidnosti** središnje banke u doglednoj budućnosti, u kojem kamatna stopa ESB-a na depozite (donja granica) i glavna stopa refinanciranja ESB-a (gornja granica) jednako definiraju raspon stopa na tržištu novca.

### Do neutralne razine (i ne dalje?)

Ako se stopa inflacije stabilizira na 2% u srednjem roku, prema predsjednici Lagarde, Europska **središnja banka namjerava normalizirati referentne kamatne stope prema neutralnoj razini**. Pritom se implicitno poziva na koncept ravnotežne (neutralne) stope, pri kojoj monetarna politika nije ni ekspanzivna

### SAD: kamatne stope i prinosi

	30.6.22.	ruj. 22.	pro. 22.	ožu. 23.	lip. 23.
Fed ref. stopa	1,75	3,00	3,50	4,00	4,00
USD Libor 3mj.	2,29	3,25	3,75	4,00	4,00
2-god. prinos	2,93	3,30	3,40	3,50	3,50
10-god. prinos	2,97	3,30	3,35	3,40	3,30

Izvori: Fed, RBI/Raiffeisen Research

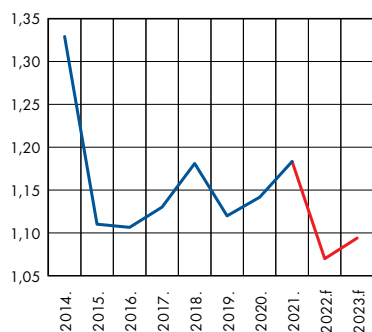
### Euro područje: kamatne stope i prinosi

	30.6.22.	ruj. 22.	pro. 22.	ožu. 23.	lip. 23.
ESB ref. stopa	0,00	0,75	1,25	1,50	1,75
Depozitna stopa	-0,50	0,25	0,75	1,00	1,25
Euribor 3mj.	-0,21	0,50	0,90	1,10	1,35
Njem. 2-god. prinos	0,73	1,40	1,20	1,20	1,40
Njem. 10-god. prinos	1,45	1,80	1,50	1,50	1,65

Izvor: ESB, RBI/Raiffeisen istraživanja



EUR/USD, prosjek



Izvor: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

(inflacijska) ni restriktivna (dezinflacijska). To može poslužiti kao važno sidro za vođenje monetarne politike. Međutim, koncepti ravnoteže ne mogu se izravno promatrati i stoga se mogu kvantificirati samo uz pomoć ekonomskih modela, za što su potrebne pretpostavke. Dobivene procjene okružuje visok stupanj neizvjesnosti, što čelnicima središnjih banaka komplicira njihovu upotrebu.

Za razliku od Fed, ESB je prilično sramežljiv u komuniciranju očekivane dugoročne razine referentnih kamatnih stopa. Međutim, nedavno je Villeroy de Galhau iz Francuske središnje banke dao naznaku o neutralnoj stopi u europodručju. Tradicionalno konsenzusno orijentirani član Vijeća ESB-a vidi realnu ravnotežnu kamatnu stopu u rasponu između  $-1\%$  i  $0\%$ , što implicira **neutralnu nominalnu razinu ključne kamatne stope između  $1\%$  i  $2\%$**  (s ciljanom inflacijom od  $2\%$ ).

**Tržišna očekivanja** dosegla su ovaj raspon u drugom tromjesečju 2022., kada su kratkoročni terminski ugovori u srednjem rasponu dospijeca (4YF1Y) na OIS krivulji prešli granicu od  $1\%$  na trajnoj osnovi. Nakon nekoliko tjedana blizu sredine raspona, tržišna očekivanja porasla su do gornjeg kraja raspona. Budući da se dugoročno ne očekuje pad s ove razine, tržište trenutno postavlja neutralnu referentnu stopu na nešto višu razinu od one koje odražavaju naše prognoze. Na tržišno pozicioniranje nedavno je značajno utjecao razvoj inflacijskih rizika te se popuštanje kratkoročno ne nazire.

Konsenzusa na tržištu (još) nije bilo o **scenariju** u kojem bi ESB mogao premjestiti referentne stope u restriktivno područje kako bi se kontrolirala inflacija i inflacijska očekivanja. Ovdje također vidimo jasnu razliku u odnosu na Fed. U SAD-u je dinamika inflacije očito snažnije potaknuta pregrijavanjem domaćeg gospodarstva, što se također odražava na snažniji rast plaća. S obzirom na rizike u gospodarstvu euro područja i visokog stupnja uvezene inflacije, ne smatramo najvjerojatnijim privremeni porast referentnih stopa ESB-a u restriktivni raspon. Međutim, to ne isključuje mogućnost da bi se navedeno moglo barem djelomično odraziti na tržište.

Franz Zobl, Gottfried Stendl, RBI

## Javne financije ostaju najizazovnije područje

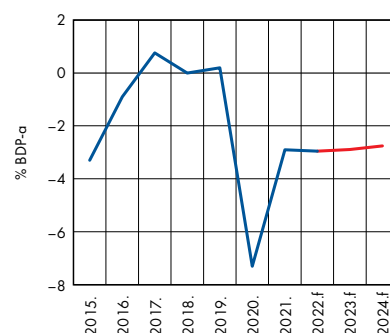
- Fiskalni rizici rastu
- Snažan rast prinosa, konvergencija kunske krivulje prinosa eurskoj

Unatoč povećanju ukupnih rashoda državnog proračuna za 10,9 mlrd kuna što predstavlja povećanje za više od 2% BDP-a, svibanjski rebalans proračuna ostao je u sjeni aktualnih globalnih (i lokalnih) događanja. Upravo su najznačajnije promjene iz rebalansa, rast rashoda, vezane uz podmirenje dugova zdravstva, rasta plaća i ublažavanje posljedica rata u Ukrajini. S novim projekcijama manjak opće države trebao bi u ovoj godini iznositi 2,8% BDP-a. Pri tome se očekuje i rast na prihodnoj strani kao posljedica očekivanja većih priljeva od doprinosa te prihoda od PDV-a. Hrvatska se još prošle godine vratila unutar granica Maastrichta kad se proračunski manjak spustio na 2,9% BDP-a, smanjivši tako udio javnog duga u BDP-a na ispod 80% BDP-a.

U ovoj godini fiskalni rizici se povećavaju jer će geopolitički sukobi usporiti gospodarsku aktivnost više od (prijeratnih) očekivanja, dok sve veći inflatorni pritisci stvaraju pritisak na rashodovnu stranu proračuna, zbog sindikalnih zahtjeva za rastom plaća, ali i kao posljedica niza fiskalnih mjera koje je Vlada uvela za ublažavanje nepovoljnog utjecaja rasta cijena na potrošače i poduzetnike. Međutim, na razini cijele godine fiskalna metrika trebala bi ostati pod kontrolom uz smanjenje relativnog pokazatelja duga opće države značajnom dinamikom. Prihodi bi trebali odražavati rast nominalnog BDP-a, što bi uz smanjenje pandemijskih izdataka i daljnje smanjenje troškova servisiranja duga, omogućilo manevarski prostor za borbu protiv pritiska na rashodnoj strani, mjera za ublažavanje inflacije i već tradicionalno zaostalih obveza u zdravstvu. Prema dostupnim podacima Ministarstva financija za prvo polugodište 2022. (prema metodologiji računskog plana) uz povećanje ukupnih prihoda za 2,4% i smanjenje ukupnih rashoda za 2,3% ostvaren je manjak državnog proračuna od 6,1 mlrd. kuna, što je značajno poboljšanje u odnosu na isto razdoblje 2021. (+37,7% godišnje). Vidljiv je značajan rast prihoda od indirektnih poreza (+17,6% prihodi od PDV-a) i socijalnih doprinosa (+14,2%) dok je značajno smanjenje prihoda zabilježeno u kategoriji pomoći od međunarodnih organizacija te institucija i tijela EU (-36,2% na godišnjoj razini). S druge strane, povećani su rashodi za intermedijarnu potrošnju, rashodi za naknade građanima i kućanstvima i ostali rashodi dok je smanjenje rashoda za subvencije (-43,2% godišnje) rezultat značajnog smanjenja potpora za očuvanje radnih mjesta djelatnostima pogođenima pandemijom.

Javne financije i dalje ostaju jedno od najzahtjevnijih područja. Pri tome je Hrvatska, kao i sve druge države članice EU, ostala u povoljnom položaju jer će opća klauzula o izbjegavanju Pakta o stabilnosti i rastu ostati aktivna najmanje do 2024. Dugoročno gledano, javne financije i institucionalnu kvalitetu vidimo kao najizazovnije i najzahtjevnije u procesu postizanja stvarne konvergencije hrvatskog gospodarstva. Naime, struktura rashodovne strane proračuna, kao i velik i nedovoljno učinkovit javni sektor, u Hrvatskoj je desetljećima ostala konstantna. Konsolidacija je uvelike bila na strani prihoda, a u godinama prije pandemije Vlada je imala sposobnost obuzdati zahtjeve pojedinačnih proračunskih korisnika. Ukratko, javne financije uvijek su odražavale potrebu provedbe strukturnih reformi koje bi osigurale poticajno i povoljno poslovno okruženje. Kako povlačenje sredstava iz fonda EU Next Generation pretpostavlja ispunjenje određenih mjera usko

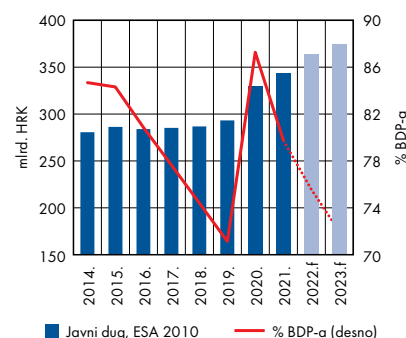
### Saldo proračuna opće države



\*konsolidirana opća država, ESA 2010

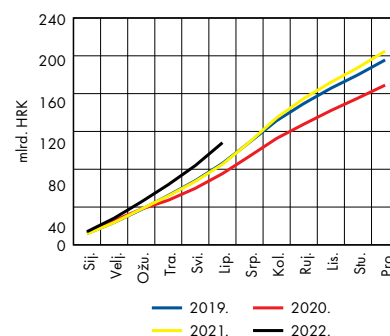
Izvori: EDP izvještaj, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

### Dug opće države



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

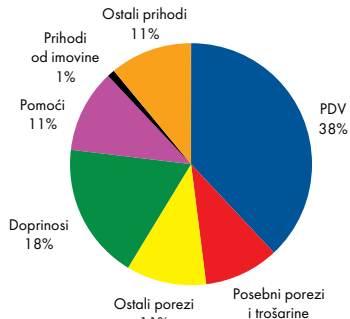
### Iznos računa iz sustava fiskalizacije\*



\*kumulativno

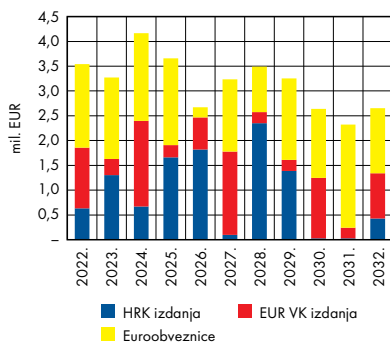
Izvori: Porezna uprava, Raiffeisen istraživanja

## Struktura prihoda proračuna H1 2022



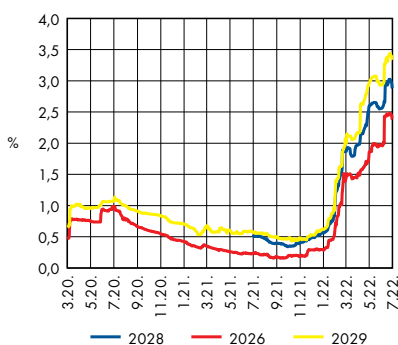
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

## Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama\*



\* glavica i kamate  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Prinosi na HRK obveznice\*



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

povezanih s jačanjem otpornosti gospodarstva, još uvijek postoji šansa da se reforme počnu brže i odlučnije provoditi. To je neophodno, jer ulazak u europodručje predstavlja priliku, ali ne i jamstvo, za ostvarivanje značajnih koristi. Sama po sebi, očekivana monetarna stabilnost, eliminacija valutnog rizika (osobito važnog za visoko euroiziranu državu poput Hrvatske) i relativno niže kamatne stope donose korist, ali ne i prosperitet i otpor unutarnjim i vanjskim šokovima. Štoviše, kao što uvijek naglašavamo, ako se monetarna stabilnost samozadovoljno iskorištava i tako koristi kao zamjena za discipliniranu i održivu ekonomsku politiku, države članice mogu lako pasti u zamku izlaganja svoje zemlje značajnoj ranjivosti.

**Na međunarodnim tržištima obveznica** rast prinosa od početka godine je nezapamćen. Još od ranih 1990-ih prinosa na 10-godišnji Bund nije porastao za 200bp u razdoblju od 6 mjeseci, kao što je to bio slučaj ove godine. Od početka godine krivulja Bund-a je porasla na svim dospeljima i od 2-godišnjeg dospeljeka može se govoriti o paralelnom pomaku. Dok je samo 30-godišnji prinosa bio u pozitivnom području na kraju 2021., cijela krivulja prinosa sada je značajno u pozitivnom području. Unatoč povijesnom porastu prinosa, razina se još uvijek smatra niskom prema povijesnim standardima. Prije ekonomske i financijske krize, prinosa na 10-godišnji Bund od blizu 2% bio je nepoznato područje. No, ne vjerujemo u povratak na stare obrasce. Naše prognoze ne odražavaju razinu prinosa od 4% čak ni dugoročno, ali su bliže trenutnoj razini. Međutim, ono što je zapanjujuće jest sklad u kojem se porast prinosa dogodio duž krivulje. To se može shvatiti kao odraz politike niskih kamatnih stopa ESB-a, koja je bila čvrsto usidrena početkom godine. Na primjer, krajem prosinca 2021. tržište u svojim financijskim instrumentima još nije bilo ugradilo normalizaciju kamatnih stopa na razine od 2% ili više (kao što je slučaj danas), već je pretpostavljalo kraj politike negativnih kamatnih stopa tijekom sljedećih nekoliko godina (+50bp). Krivulja Bund-a bila je prilično ravna. 2022. godina iznenadila je tržište kamatnih stopa u eurima, a ponovno određivanje cijena dovelo je do vrlo slične dinamike duž cijele krivulje.

Dok su početkom godine rizici upućivali u smjeru pre niskog određivanja cijena, posebno na dugom kraju krivulje, trenutno vidimo rizike preintenzivnog određivanja stopa ESB-a. Smatramo da su tržišna očekivanja da će depozitna stopa ESB-a dosegnuti razinu između 2 i 2,5 % 2023., prema cijenama posljednjih tjedana, preagresivna. Mi, međutim, također pretpostavljamo normalizaciju monetarne politike ESB-a, zbog čega bi se dobar dio rasta prinosa trebao pokazati održivim. Očekujemo da će se pogoršanje ekonomske situacije na tržištu kamatnih stopa u eurima odraziti na manje agresivno određivanje stopa ESB-a te bi stoga razina prinosa prema kraju godine trebala biti ispod najviših vrijednosti u godini.

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. Potvrda ulaska Hrvatske u euro područje ogleda se i u kretanju cijena hrvatskih euro obveznica denominiranih u eurima. Na bazi indeksa (ICE BofA) gubici od početka godine uglavnom su bili manji nego na tržištima usporedivih zemalja regija srednje i jugoistočne Europe i u skladu s kretanjima na europskom tržištu državnih obveznica. Dakle, uslijed najnovije tržišne krize kao odgovor na ESB-ove neaktivnosti, CROATI prinosi su naglo rasli u skladu s kretanjima na europskim tržištima. Sve do ulaska u euro područje može se očekivati slična tržišna dinamika kretanja hrvatskih inozemnih izdanja. Što se tiče izgleda, kretanje prinosa u eurima trebalo bi ostati oblikovano i uvjetovano



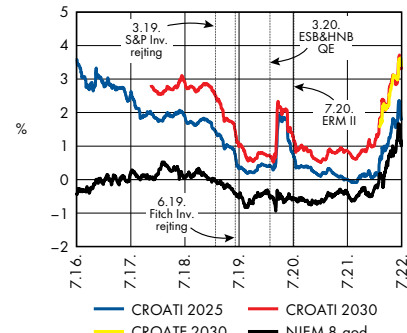
globalnim čimbenicima i promjenama apetita za rizikom pri čemu su dugoročni pozitivni izgledi za hrvatske inozemne vrijednosnice podržani skorim članstvom u euro području. Našu prognozu prinosa prilagodili smo novonastalom globalnom okruženju, a odražava umjeren rast u godinama koje slijede.

Na **lokalnom tržištu obveznica**, prinosi su od početka godine značajno porasli pri čemu su lokalna obveznička izdanja dosegla razinu prinosa hrvatskih euro-obveznica. Prinos na najdulje kunsko dospijeće 2029. trenutno se kreće oko 3,4% što je 280 bb više u odnosu na početak godine, dok se duži kraj eurske krivulje (euroobveznica 2031., prinos 3,27%) trguje gotovo 220 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. Ususret sranjskom dospijeću (22. srpnja) 1 mlrd eura VK obveznica Ministarstvo financija u ovom je tjednu na domaćem tržištu kapitala izdalo 1,2 mlrd eura obveznice kroz dvije tranše, 400 mil. eura obveznica dospjeća 2026. i prinos pri izdanju 2,17% te 800 mil. eura obveznica dospjeća 2032. uz prinos 3,47%. Ovim izdanjima, prema računu financiranja, zatvorile bi se potrebe za financiranjem na tržištima kapitala za ovu godinu. Naravno, u trenutnom iznimno neizvjesnom okruženju i rastućim potrebama na rashodnoj strani proračuna ne isključujemo mogućnost još jednog jesenskog izdanja. Unatoč trenutnim uvjetima, na tržištu rastućih kamatnih stopa i prinosa, novo sranjsko izdanje donijelo je povoljnije uvjete financiranja, budući da obveznica na dospjeću nosi kupon od 6,500%.

Vezano za **kreditni rejting**, opredjeljenje za ERM II i ulazak u euro-područje, te brzi gospodarski oporavak više su nego dovoljni razlozi za pozitivne vijesti iz rejting agencija koje očekujemo uskoro u ovoj godini. Podsjetimo, S&P je u ožujku potvrdio investicijski rejting Hrvatske BBB-. Agencija Moody's krajem lipnja je objavila kako je kreditni rejting Hrvatske stavljen pod reviziju radi povećanja. Ova odluka potaknuta je preporukom Vijeća EU-a za gospodarska i financijska pitanja od 17. lipnja kojom se predlaže da Hrvatska uvede euro od 1. siječnja 2023. Očekuje se da će razdoblje revizije trajati do sredine srpnja, a tada bi Moody's trebao povisiti kreditnu ocjenu Hrvatske za dvije razine – na Baa2. Ovakav potez je očekivan budući da je Moody's jedina agencija koja drži Hrvatsku na razini ispod investicijske. Ipak treba naglasiti da osim izvjesnog ulaska u euro područje te eliminacije valutnog rizika rejting agencija ne vidi promjene koje bi dovele do poboljšanja rejtinga. Naime, rejting komisija zaključila je da se u međuvremenu ekonomski temelji, institucije i snaga upravljanja, kao ni fiskalna ili financijska snaga nisu bitno promijenili. Pozitivne vijesti očekujemo i od Fitch-a. Stoga će pozitivna potvrda kreditnog rejtinga vjerojatno pokrenuti još jedan krug sužavanja spreadova. Ipak, to će sužavanje biti skromno budući da su u cijene financijskih instrumenata u velikoj mjeri već ugrađena navedena očekivanja.

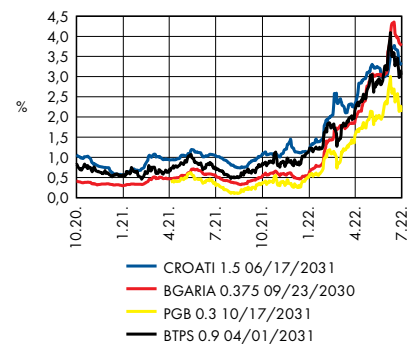
Elizabeta Sabolek Resanović

## Konvergencija prinosa hrvatskih državnih obveznica\*



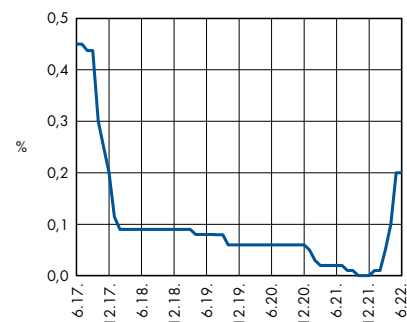
\*Croatia – euroobveznice, Croatia-lokalna eur obveznica; YTM – yield to maturity, QE – kvantitativno popuštanje  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Prinosi usporedivih zemalja\*



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

## Prinos na HRK trezorski zapis ročnosti 364 dana

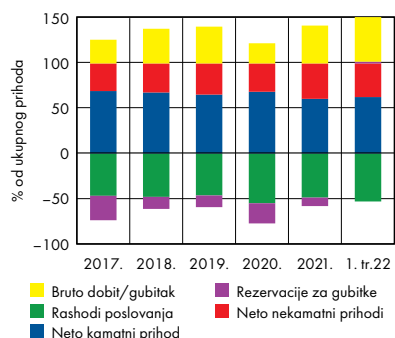


Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

# Povećano zaduživanje poduzeća zbog rastućih cijena nabave

- Kreditne institucije su visoko likvidne i kapitalizirane
- Trošak kamata na kredite niži je od stope inflacije
- Rast kredita ubrzava se pod pritiskom rasta cijena

## Struktura rezultata poslovanja banaka

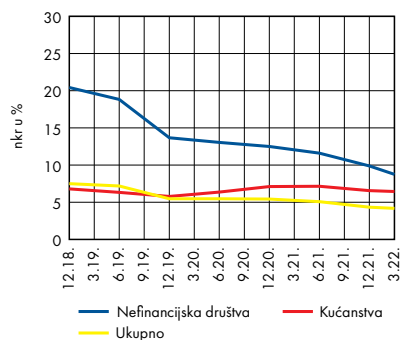


**Legenda:**

- formiranje ukupnog prihoda (između 0% i 100%)
- raspodjela ukupnog prihoda osim dobiti (ispod 0%)
- učešća dobiti u ukupnom prihodu (iznad 100%)

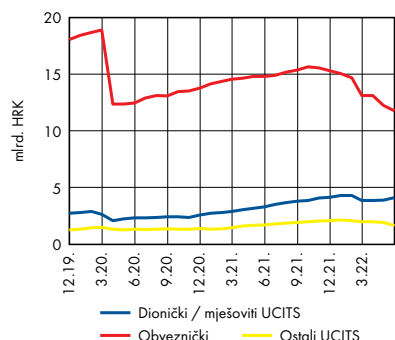
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina



Izvori: HANFA, Raiffeisen istraživanja

U prvom tromjesečju sektor kreditnih institucija ostvario je povrat na kapital od 9,5% uz zadržavanje stope kapitaliziranosti na visokih 25,6% u odnosu na rizičnu imovinu i s koeficijentom pokrivanja likvidnosti višim za 91% od propisanog. Rast ukupnih prihoda od 3% u odnosu na isto razdoblje lani rezultat je povećanja prihoda od naknada i trgovanja uz nastavak smanjivanja neto kamatnih prihoda. Snažni rast neto dobiti od 46% posljedica je izostanka troška za rezerviranja za gubitke, jer je brzi oporavak gospodarstva nakon pandemijskog pada smanjio prosječnu rizičnost zajmoprimaca. Nastavljena je višegodišnja tendencija smanjivanja neprihodujućih kredita. U segmentu stanovništva privremeno pogoršanje u razdoblju pandemije zamijenjeno je pozitivnim kretanjima, dok kod poduzeća pozitivan trend nije prekinut ni u razdoblju zatvaranja gospodarstva. U nastavku godine očekujemo pogoršanje rezultata poslovanja kod kreditnih institucija. Snažni inflatorni pritisci na strani ponude povećavaju trošak nabave u sektoru poduzeća, a država fiskalnim intervencijama nastoji ublažiti prijenos cjenovnih šokova na potrošače. Suočeni s rastućim cijenama nabave poduzetnici se zadužuju za financiranje nabave repromaterijala, što im donosi pozitivne financijske učinke dokle god su kamatne stope na kredite niže od rasta cijena nabave. Zbog izraženog viška likvidnosti u financijskom sustavu kamatne stope na depozite tave na povijesno niskim razinama, pa se i kamatne stope na kredite zadržavaju na predinflacijskim razinama. Time se korisnicima kredita omogućava zaduživanje uz realno negativnu kamatnu stopu. U konačnici, inflacijski šokovi na strani ponude ublažavaju se kroz cijene kredita i depozita a trošak za realno negativne kamatne stope na kredite prevaljuje se na vlasnike financijske imovine – depozita u bankama te ulaganja u dužničke financijske instrumente. No, u uvjetima snažnih inflacijskih pritisaka kretanje cijena nabave nije ni jednosmjerno niti linearno. Poremećaji u lancima opskrbe povećavaju razinu neizvjesnosti te unose visok rizik u financijske odluke kod poduzetnika. Posljedično, dio poduzetnika će odluke o financiranju temeljiti na pogrešnim predviđanjima o promjenama cijena te će uz operativne gubitke ostvariti i gubitke na financiranju. Stoga predviđamo pogoršanje omjera neprihodujućih kredita u segmentu poduzeća, uz porast rezerviranja za gubitke i smanjivanje stope povrata na kapital kod kreditnih institucija. Kod potrošača se pojačava potražnja za dugoročnim stambenim kreditima zbog državnog subvencioniranja otplate za mlađe dobne skupine, ali i kao vrsta ulaganja s ciljem zaštite od inflacije i korištenja pozitivnog učinka realno negativnih kamatnih stopa na kredite. U drugom polugodištu očekujemo sporiji rast stambenih kredita nakon što se iskoristi proljetni volumen subvencija, a potrošački krediti bi trebali brže rasti pod pritiskom potrošačkih cijena. Kod poduzeća očekujemo više stope rasta kredita nego kod stanovništva zbog toga što je rast cijena repromaterijala značajno veći od rasta potrošačkih cijena.

U 2022. godini nastavlja se koncentracija u sektoru kreditnih institucija koji se na kraju 2021. godine sastojao od 20 banaka i 3 stambene štedionice. U svibnju je Raiffeisen stambena štedionica pripojena lokalnoj Raiffeisen banci. U uvjetima visokih troškova regulacije perspektiva za profitabilno poslovanje slabi kod malih banaka, pa ne jenjava poticaj za daljnju koncentraciju tržišta.

Anton Starčević

## Promijenjeno okruženje na dioničkim tržištima

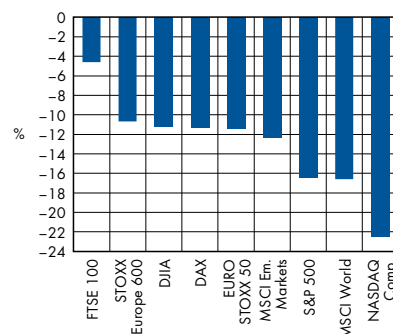
- Široko rasprostranjen rast cijena vrši pritisak na globalno gospodarstvo
- Zaokret u monetarnoj politici središnjih banaka
- Uslijed čega je značajno promijenjeno okruženje na dioničkim tržištima
- Očekujemo nastavak izazovnog razdoblja te povišenu volatilnost

Drugo tromjesečje 2022. unijelo je novi momentum na dionička tržišta i to prvenstveno na krilima rastućih inflatornih pritisaka s obje strane Atlantika. Naime, povijesne razine stopa inflacije te snažan zaokret monetarne politike središnjih banaka pokazali su se kao važan uteg za izvedbu dioničkih tržišta u prvom ovogodišnjem polugodištu. Stoga je završilo bikovsko tržište, a koje je započelo tijekom COVID krize, obzirom da je vrijednost S&P 500 indeksa sredinom proteklog mjeseca skliznula za više od 20% u odnosu na najviše ostvarenu razinu. Pitanje inflacije postalo je aktualno već krajem protekle godine, ali je izbijanje rata između Rusije i Ukrajine u kombinaciji sa strogim epidemiološkim mjerama u Šangaju te zadržanim poremećajima u globalnim lancima opskrbe dodatno intenziviralo rasprostranjen rast cijena. U takvom okruženju nije izostao odgovor središnjih banaka, koje su zauzele čvrst stav u borbi protiv rastućih inflatornih pritisaka. Promijenjena očekivanja tržišnih dionika u pogledu inflacije te značajan zaokret u monetarnoj politici, neminovno su se odrazili na ažuriranje vrijednosti financijskih instrumenata. Pritom je na globalnim obvezničkim tržištima zabilježen primjetan rast prinosa na referentna državna izdanja, ali i rast premije rizika na korporativna izdanja. Viši troškovi refinanciranja zajedno s atraktivnijim alternativnim ulaganjima u dužničke instrumente odrazili su se na prilagodbu valuacija na dioničkim tržištima.

Tema inflacije zasigurno će još neko vrijeme biti visoko prisutna na globalnim dioničkim tržištima, ali je ista trenutno zasjenjena rastućom zabrinutosti investitora u pogledu klizanja vodećih svjetskih gospodarstava u recesiju. Na značajno usporavanje globalne gospodarske aktivnosti upućuje sve više vodećih pokazatelja. Pritom je europsko gospodarstvo izloženije riziku stagflacije odnosno klizanju u recesiju uslijed visoke ovisnosti vodećih europskih gospodarstava o uvozu energata iz Rusije (prvenstveno plina). Stopa popunjenosti skladišta plina u pojedinim članicama EU i nadalje je ispod planirane razine, čime njihova gospodarstva postaju sve više ranjiva na utjecaje snažnog rasta cijena plina na tržištima i poremećaja u opskrbi (značajno smanjene isporuke plinovodom Sjeverni tok 1, štrajk radnika u norveškoj industriji nafte i plina). Pogoršanje opskrbe plinom u Europi očekuje se tijekom ovog mjeseca i na krilima najavljenog 10-dnevnog zatvaranja plinovoda Sjeverni tok 1 radi održavanja, a koje je započelo 11. srpnja. Objava vijesti o zatvaranju plinovoda unijela je neizvjesnost na europska dionička tržišta, obzirom da je moguće produblivanje energetske krize u Europi ako Rusija iskoristi situaciju za daljnje rezove u opskrbi. U takvom okruženju su očekivanja pojedinih investitora za europsko gospodarstvo pogoršana, što se posljedično odrazilo na rast potražnje za ulaganjima u sigurnije klase imovine i time na pad prinosa, s prethodno dostignutih najviših ovogodišnjih razina, na vodeća obveznička izdanja s obje strane Atlantika (tj. 10-god. njemački Bund i 10-god. američki Treasury). Put prema održivom mirovnom sporazumu između Rusije i Ukrajine, prema svemu sudeći će potrajati. I stoga ne očekujemo da će geopolitički rizik tako brzo iščeznuti s globalnih dioničkih tržišta.

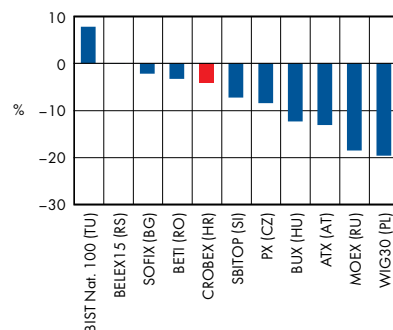
Može se pretpostaviti, a na temelju ovogodišnje korekcije vrijednosti dioničkih indeksa s obje strane Atlantika, da su investitori u određenoj mjeri već ukalkulirali

### Svjetski indeksi – prinosi u 2. tromj. 2022.\*



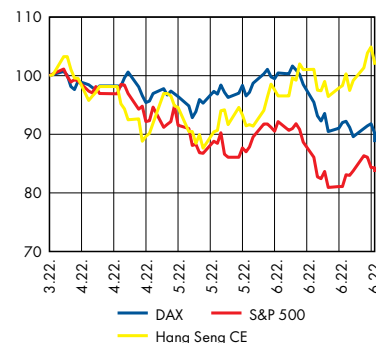
\* u lokalnoj valuti na datum 30.6.2022. (18:30 sati)  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Regionalni indeksi – prinosi u 2. tromj. 2022.\*



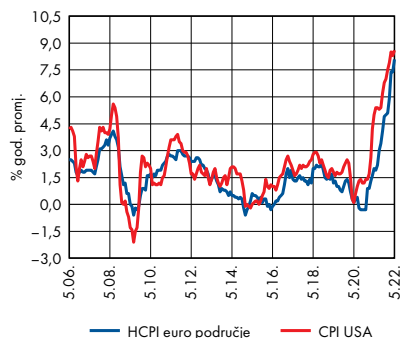
\* u lokalnoj valuti na datum 30.6.2022. (18:30 sati)  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Izvedba kineskog dioničkog tržišta nasuprot S&P 500 i DAX indeksu, 2. tromj. 2022.\*



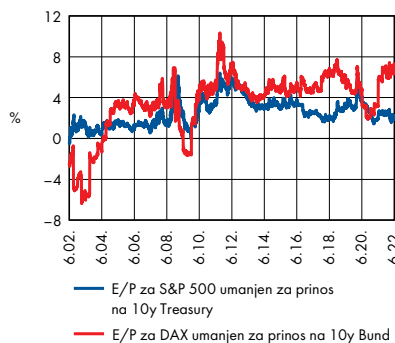
\* u lokalnoj valuti na datum 30.6.2022. (18:30 sati)  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### 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

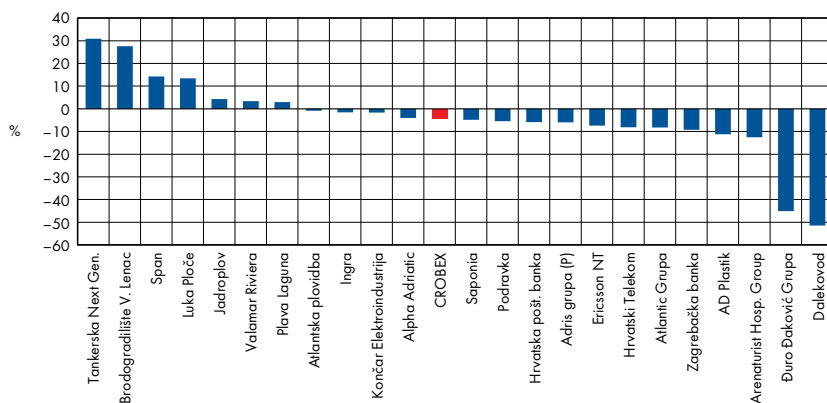
vjerojatnost recesije. Međutim, budući da je početna razina tržišnog vrednovanja ovaj put bila relativno visoka te postoji mogućnost za reviziju na niže trenutnih očekivanja u pogledu zarada kompanija, ne možemo isključiti vjerojatnost daljnjeg pada vrijednosti na globalnim dioničkim tržištima u nastavku godine. Prema našem mišljenju, u scenariju brzog klizanja globalnog gospodarstva u recesiju nastavio bi se silazni trend na dioničkim tržištima, ali bi tek umjereno slabljenje gospodarskog zamaha moglo u drugoj polovini godine biti pozitivno prihvaćeno od strane investitora na dioničkim tržištima. U potonjem scenariju očekujemo brži oporavak američkog dioničkog tržišta u odnosu na izvedbu europskih tržišta, budući da su gospodarski rizici u Europi više izraženi uslijed geopolitičkih napetosti i potencijalne energetske krize. Pritom i normalizacija monetarne politike u Europi postaje složenija, s različitim implikacijama za financijska tržišta i premije rizika.

U drugom tromjesečju domaći indeks CROBEX je pokazao znatno veću otpornost u odnosu na većinu indeksa regije SIE, kao i zapadnoeuropske indekse te je na vrijednosti izgubio tek nešto više od 4%, što pripisujemo relativno maloj izravnoj izloženosti gospodarstvima Rusije, Bjelorusije i Ukrajine. Među sastavnicama CROBEX-a najslabiju izvedbu u drugom tromjesečju imala je dionica Dalekovoda, što je odraz negativne reakcije investitora na uvrštenje novih dionica izdanih u nedavno provedenoj dokapitalizaciji. S druge strane rastom je prednjačila dionica Tankerske Next Generation uslijed rasta vozarina u segmentu naftnih derivata nakon uvođenja sankcija na rusku naftu.

U trećem tromjesečju, ali i do kraja tekuće godine očekujemo nastavak pojačane volatilnosti na Zagrebačkoj burzi, u skladu s geopolitičkim i makroekonomskim okruženjem. Ipak, unatoč prisutnim negativnim rizicima i vrlo slaboj likvidnosti domaćeg tržišta, u razdoblju pred nama očekujemo relativno dobru izvedbu CROBEX-a u odnosu na ostale europske indekse. Naime, hrvatsko je tržište relativno atraktivno vrednovano te se mjereno P/E omjerom CROBEX kreće oko razine višegodišnjeg prosjeka. Dodatni pozitivni čimbenici su svakako ulazak u euro područje 1. siječnja 2023., što povoljno utječe na zahtijevanu premiju rizika odnosno na vrednovanje dionica, te još jedna izgledno vrlo uspješna turistička sezona.

Naime, osim izravnog utjecaja na rezultate kompanija turističkog sektora i svih povezanih sektora, struktura smještajnih kapaciteta u Hrvatskoj implicira povoljan utjecaj na raspoloživi dohodak kućanstava odnosno potrošnju. S obzirom na još uvijek rastuće inflatorne pritiske i prisutne poremećaje u lancima opskrbe, očekujemo izraženiji negativan utjecaj na poslovne rezultate kompanija do kraja tekuće godine, ali i u 2023., u prvom redu u smislu rastućih materijalnih troškova i troškova usluga te pritiska na rast plaća.

### Povrati CROBEX sastavnica u 2. tromjesečju 2022. (dividende nisu uključene)\*



\* povrati izračunati na datum 30.6.2022. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

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

## 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 12. srpnja 2022.

Publikacija odobrena od strane urednika: 12. srpnja 2022. u 17:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 13. srpnja 2022. u 11:00 sati

ISSN 1332-9391



## Izjava o odricanju odgovornosti

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

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.