

RBAAnalyze

broj 87
siječanj 2023.

Monetarno stezanje i fiskalno popuštanje

- Usporavanje, ali ipak rast
- Razmjerno jaki inflatorni pritisci ostaju i u 2023.
- Zaoštavanje uvjeta financiranja
- Valutna klauzula odlazi u povijest
- Neizvjestan put do prekretnice na tržištima

© Photo: Shutterstock Images
Church of St. Mark Zagreb, Croatia.
Helicopter aerial view
Copyright: OPIS Zagreb

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Monetarno stezanje i fiskalno popuštanje.....	5
---	---

Realni sektor, tržište rada

Usporavanje, ali ipak rast	6
----------------------------------	---

Platna bilanca

Povratak negativnom saldu tekućeg računa.....	8
---	---

Inflacija

U očekivanju umjerenijeg rasta potrošačkih cijena	9
---	---

Monetarna politika ECB-a

Daljnje podizanje ključnih kamatnih stopa Europske središnje banke	11
--	----

FED, EUR/USD

Dominacija američkog dolara na deviznim tržištima u 2022.....	13
---	----

Fiskalna politika i tržište duga

Fiskus stabilno, unatoč rastućim troškovima financiranja.....	14
---	----

Financijski sustav

Uvođenje eura donosi trajne promjene u poslovanju banaka.....	16
---	----

Tržište dionica

Neizvjestan put do prekretnice na tržištima.....	17
--	----

NGEU – dvije godine poslije

NGEU – dvije godine poslije	19
-----------------------------------	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
BDP i proizvodnja							
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	52.776	55.677	50.461	58.287	67.022	71.881	75.667
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	13.178	14.039	12.849	14.989	17.322	18.625	19.630
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	2,8	3,4	-8,6	13,1	6,3	1,2	2,7
Potrošnja kućanstava	3,3	4,1	-5,1	9,9	6,1	0,9	2,5
Država	2,3	3,1	4,3	3,0	2,1	2,3	2,0
Bruto investicije u fiksni kapital	3,9	9,0	-5,0	4,7	6,7	6,5	7,0
Izvoz roba i usluga	3,7	6,8	-23,3	36,4	25,5	3,5	6,5
Uvoz roba i usluga	7,5	6,6	-12,4	17,6	24,0	5,5	7,0
Deflator	2,0	1,9	-0,1	3,2	8,4	5,9	2,5
Trgovina na malo, % promjena, realno ¹	3,9	3,6	-5,5	12,1	2,0	1,5	2,5
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena ¹	0,6	-2,7	-3,4	6,7	1,5	1,3	2,7
Cijene, nezaposlenost i proračun							
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	0,8	1,3	-0,7	5,5	13,1	2,7	3,0
%, prosjek	1,5	0,8	0,1	2,6	10,8	7,5	3,3
Proizvođačke cijene ² , %, kraj razdoblja	0,6	1,5	-1,2	19,7	19,9	3,6	3,2
%, prosjek	2,3	0,8	-2,0	9,7	26,4	8,5	3,5
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	9,2	7,7	8,9	8,0	6,8	6,7	6,7
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	8,4	6,6	7,5	7,6	6,9	6,8	6,7
Prosječna neto plaća (EUR), pr	842	871	898	947	1.018	1.105	1.159
Realna promjena neto plaće, %	3,9	2,7	3,0	2,9	-3,3	1,0	1,6
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	0,0	0,2	-7,3	-2,8	-1,8	-2,9	-2,8
Javni dug, mlrd. EUR, ESA 2010	38,0	38,9	43,9	45,6	47,1	49,3	51,1
% BDP-a	73,2	71,0	87,0	78,4	70,3	68,8	67,7
Bilanca plaćanja i dug							
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	26.070	28.194	20.955	29.117	40.472	43.317	46.709
% promjena	6,0	8,1	-25,7	38,9	39,0	7,0	7,8
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	26.512	28.399	24.505	30.699	44.912	49.526	53.475
% promjena	9,3	6,2	-13,7	25,3	46,3	10,3	8,0
Tekući račun platne bilance, % BDP-a	1,8	2,8	-0,5	1,8	-1,2	-1,3	-1,1
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	1.081	3.508	1.111	3.902	3.300	2.500	2.000
Noćenja turista, % promjena	4,0	1,8	-55,3	72,1	27,5	4,0	2,5
Inozemni dug, mlrd. EUR	42,8	40,6	41,3	47,2	48,5	49,5	50,9
Inozemni dug, kao % BDP-a ³	81,1	72,9	81,8	81,0	72,3	68,9	67,3
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ³	164,2	144,0	197,0	162,2	119,8	114,3	109,0
Financijski pokazatelji							
Devizni tečaj, kr, EUR/USD	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,08	1,14
pr, EUR/USD	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,07	1,11
Devizni tečaj, kr, EUR/CHF	1,13	1,09	1,08	1,04	0,99	1,00	0,98
pr, EUR/CHF	1,16	1,11	1,07	1,08	1,00	0,98	0,99
Plasmani, mil. EUR, kr	29.629	30.464	31.655	32.619	36.044	37.955	39.663
% promjena	2,0	2,8	3,9	3,0	10,5	5,3	4,5
Kamatne stope, kraj razdoblja							
Stalno raspoloživa mogućnost deponiranja ⁴	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	4,0	3,5
Mogućnost granične posudbe ⁴	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	2,0	3,5	3,0
Euribor O/N	-0,36	-0,45	-0,50	-0,51	1,49	3,54	3,04
Euribor 1m	-0,36	-0,44	-0,55	-0,58	1,95	3,50	3,00
Euribor 3m	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,15	3,60	3,10
Euribor 6m	-0,24	-0,32	-0,53	-0,55	2,70	3,65	3,10
Euribor 12m	-0,12	-0,25	-0,50	-0,50	3,25	3,65	3,05
Kamatna stopa na trezorske zapise 12-mj., %, pr	0,09	0,08	0,06	0,02	0,25	2,80	2,50

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



BDP, realna godišnja promjena (%)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	-2,0	6,8	4,6	1,0	3,6
Mađarska	-5,2	7,1	4,5	1,0	3,5
Česka	-5,5	3,5	2,5	0,9	3,3
Slovačka	-4,4	3,0	2,0	1,0	2,4
Slovenija	-4,3	8,2	5,5	1,7	2,5
SE	-3,5	5,9	4,0	1,0	3,4
Rumunjska	-3,7	5,8	4,5	2,3	4,5
Hrvatska	-8,6	13,1	6,3	1,2	2,7
Srbija	-0,9	7,5	2,4	1,9	3,0
BiH	-3,1	7,5	4,0	1,5	3,0
Albanija	-3,5	8,5	3,9	3,0	3,9
JIE	-4,0	7,4	4,2	2,0	3,9
Rusija	-2,7	4,7	-3,5	-4,0	0,9
Ukrajina	-3,8	3,4	-33,0	1,8	7,5
Bjelorusija	-0,9	2,3	-4,0	0,0	1,0
IE	-2,7	4,5	-5,2	-3,6	1,3
Austrija	-6,5	4,6	5,0	0,5	1,8
Njemačka	-3,7	2,6	1,7	-0,6	1,4
Europodr.	-6,3	5,3	3,3	0,3	2,0
SAD	-2,8	5,9	1,8	0,7	1,7

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	3,4	5,1	14,3	13,8	7,5
Mađarska	3,3	5,1	14,6	18,0	5,8
Česka	3,2	3,8	15,1	8,8	3,2
Slovačka	2,0	2,8	11,7	12,5	3,3
Slovenija	-0,1	1,9	9,1	5,9	2,8
SE	3,0	4,5	14,0	12,9	5,8
Rumunjska	2,6	5,1	13,8	11,3	4,8
Hrvatska	0,1	2,6	10,8	7,5	3,3
Srbija	1,6	4,0	12,2	12,8	6,3
BiH	-1,0	2,0	14,0	6,0	3,0
Albanija	1,6	2,0	6,6	4,8	2,8
JIE	1,8	4,1	13,2	10,1	4,5
Rusija	3,5	6,6	13,3	6,7	4,0
Ukrajina	2,7	9,3	20,0	20,8	15,9
Bjelorusija	5,5	9,5	13,0	15,5	12,5
IE	3,5	7,0	13,7	7,8	5,0
Austrija	1,4	2,8	8,6	6,0	3,1
Njemačka	0,4	3,2	8,7	7,1	2,9
Europodr.	0,3	2,6	8,5	6,0	3,4
SAD	1,2	4,7	8,0	4,1	2,6

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	-4,9	3,8	3,4	0,8	3,9
Mađarska	-9,5	9,3	4,0	-2,0	6,0
Česka	-6,0	0,8	5,2	1,5	4,1
Slovačka	-11,6	0,6	4,0	8,0	-6,0
Slovenija	-8,2	12,3	8,0	4,3	4,0
SE	-6,5	4,0	4,1	1,3	3,4
Rumunjska	1,1	2,9	5,5	3,0	8,0
Hrvatska	-5,0	4,7	6,7	6,5	7,0
Srbija	-2,3	7,0	8,0	8,0	n.a.
BiH	-8,4	22,4	22,0	9,0	10,0
Albanija	-2,0	19,9	4,2	3,1	4,9
JIE	-0,7	3,4	4,5	4,1	n.a.
Rusija	-4,4	7,0	-5,0	-5,0	2,0
Ukrajina	-24,4	9,6	-54,0	7,2	10,0
Bjelorusija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
IE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	-5,3	8,7	-2,9	-0,4	3,5
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Europodr.	-6,6	4,1	2,2	-0,8	3,5
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	-6,9	-1,9	-4,8	-5,4	n.a.
Mađarska	-7,8	-6,8	-6,1	-4,5	-3,0
Česka	-5,8	-5,1	-4,9	-4,1	-2,9
Slovačka	-5,5	-6,0	-4,3	-3,8	-3,6
Slovenija	-7,7	-4,8	-3,6	-4,7	-3,0
SE	-6,7	-3,7	-4,9	-4,9	n.a.
Rumunjska	-9,2	-7,1	-6,2	-4,8	-4,5
Hrvatska	-7,3	-2,8	-1,8	-2,9	-2,8
Srbija	-8,3	-4,5	-4,0	-5,0	-4,0
BiH	-5,3	-0,3	0,9	0,4	0,4
Albanija	-6,7	-4,5	-3,1	-2,4	-2,0
JIE	-7,8	-5,3	-4,5	-4,0	n.a.
Rusija	-3,8	0,4	-0,9	-2,0	-1,4
Ukrajina	-5,3	-3,4	-17,1	-14,9	n.a.
Bjelorusija	-1,4	0,5	-0,8	-1,2	n.a.
IE	-3,9	0,0	-1,8	-2,7	n.a.
Njemačka	-4,3	-3,7	-2,8	-2,9	-1,9
Europodr.	-7,1	-5,1	-3,5	-3,0	n.a.
SAD	-15,4	-12,3	-5,5	-4,8	-4,8

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	56,8	52,5	50,3	51,8	n.a.
Mađarska	79,6	76,8	72,4	67,3	65,7
Česka	37,7	42,0	44,1	45,8	46,2
Slovačka	59,7	61,0	60,7	57,6	57,7
Slovenija	79,8	74,7	69,8	67,6	66,5
SE	57,1	55,4	53,8	54,0	n.a.
Rumunjska	46,9	48,6	46,9	48,0	48,4
Hrvatska	87,0	78,4	70,3	68,8	67,7
Srbija	58,4	56,4	56,1	55,6	55,7
BiH	36,6	34,4	32,0	31,6	30,6
Albanija	74,5	73,2	65,4	63,4	61,2
JIE	49,8	49,2	46,5	46,7	n.v.
Rusija	17,8	16,9	n.v.	n.v.	n.v.
Ukrajina	60,4	48,9	89,0	99,5	n.v.
Bjelorusija	39,3	34,3	38,5	33,8	n.a.
IE	22,5	20,7	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	68,0	68,6	67,9	67,8	67,3
Europodr.	97,2	95,6	93,0	92,0	n.a.
SAD	131,8	127,1	122,1	122,0	123,7

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	58,0	56,1	n.v.	n.v.	n.v.
Mađarska	80,5	82,6	79,5	74,2	72,9
Česka	76,2	75,3	67,3	63,1	n.a.
Slovačka	120,5	117,3	109,6	101,7	99,4
Slovenija	102,7	94,2	83,5	78,3	74,8
SE	72,6	70,9	n.v.	n.v.	n.v.
Rumunjska	57,5	56,6	50,1	49,0	48,3
Hrvatska	81,8	81,0	72,3	68,9	67,3
Srbija	68,4	75,4	68,8	65,5	n.v.
BiH	65,3	61,3	57,1	55,4	54,5
Albanija	64,4	63,2	54,3	49,3	48,5
JIE	62,8	62,1	55,2	53,3	n.v.
Rusija	31,9	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Ukrajina	80,3	65,0	n.v.	n.v.	n.v.
Bjelorusija	70,0	64,5	62,0	n.v.	n.v.
IE	37,7	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjeak)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	4,44	4,56	4,70	4,75	4,65
Mađarska	351,2	358,5	391,1	407,3	417,5
Česka	26,46	25,64	24,56	24,57	24,48
Slovačka	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Slovenija	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
SE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Rumunjska	4,84	4,92	4,93	4,98	5,06
Hrvatska	7,54	7,53	7,54	1,0	1,0
Srbija	117,6	117,6	117,5	118,0	118,4
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	123,8	122,7	121,6	117,1	117,4
JIE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Rusija	82,7	87,2	72,3	75,4	85,7
Ukrajina	30,8	32,3	33,9	43,2	46,8
Bjelorusija	2,79	3,02	2,73	2,87	3,27
IE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Njemačka	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Europodr.	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
SAD	1,14	1,18	1,05	1,07	1,11

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	A
SE			
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Hrvatska	BBB+	Baa2	BBB+
Srbija	BB+	Ba2	BB+
BiH	B	B3	NR
Albanija	B+	B1	NR
JIE			
Rusija	NR	NR	NR
Ukrajina	CCC+	Caa3	CC
Bjelorusija	SD	Ca	RD
IE			
Austrija	AA+	Aa1	AA+
Njemačka	AAA	Aaa	AAA
Europodručje			
SAD	AA+	Aaa	AAA

* dugoročno zaduživanje, strana valuta

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI



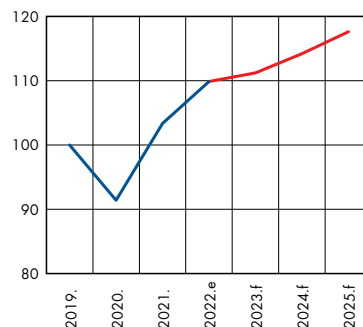
Monetarno stezanje i fiskalno popuštanje

Hrvatska je u 2023. zakoračila s razinom realnog BDP-a koja je za oko 10% viša od one zabilježene prije proglašenja pandemije, u ožujku 2020. Naime, nakon iznimno snažnog oporavka tijekom 2021. (13,1%) 2022. godinu vjerojatno ćemo zaključiti uz realnu stopu rasta od preko 6%, što je stopa posljednji put zabilježena krajem devedesetih godina prošlog stoljeća. Fokus ipak ostaje na **izazovnoj i teško predvidivoj 2023.** Prognoze za 2023. već su i do sada više puta revidirane na niže, odražavajući visoku razinu nesigurnosti i neizvjesnosti dominantno povezanih s vanjskim okruženjem (rat u Ukrajini, energetska kriza i snažni inflatorni pritisci diljem Europe). Trenutno ključni vodeći indikatori s razvijenih tržišta sramežljivo upućuju na nešto povoljnije izgleda, ali još uvijek je prerano govoriti o brzom i laganom prijelazu iz stagnacije ili možebitne recesije u održivi i stabilan gospodarski rast. **Umjereni optimizam i rast blago iznad 1% za Hrvatsku** temelje se na mogućnosti da Hrvatska iskoristi izdašnu raspoloživost europskih sredstava u okviru više programa. Ona predstavljaju ne samo mogućnost za ublažavanje nepovoljnih posljedica usporavanja ostalih sastavnica BDP-a već i priliku da se gospodarstvo učini otpornijim i održivijim. Međutim, ostaje činjenica visoke, pa čak i rastuće, ovisnosti o turizmu temeljene na dolasku, noćenjima i potrošnji prvenstveno inozemnih gostiju. Stoga, duljina i jačina potencijalne recesije, uz obuzdavanje inflacije, kod najvažnijih emitivnih tržišta Hrvatske uvelike određuje i izgleda rasta ne samo izvoza usluga već i osobne potrošnje zbog strukture turističkih kapaciteta i utjecaja na raspoloženo i očekivanja hrvatskih kućanstava. S druge strane unatoč inflatornom okruženju, neizvjesnosti i nizu prijetnji iz globalnog okruženja uvođenje eura i ulazak u prostor Schengena zasigurno su čimbenici koji pozitivno utječu na turizam, ali i opću percepciju rizičnosti Hrvatske.

Navedeno je osobito važno u svjetlu **daljnijeg stezanja monetarne politike Europske središnje banke**, koja je pod pritiskom razmjerno visoke inflacije. Podizanje referentnih kamatnih stopa (te posljedično tržišnih kamatnih stopa) nastaviti će se tijekom ovog i slijedećeg tromjesečja, nakon čega bi se trebale dulje vrijeme zadržati u restriktivnom području, a sve s ciljem obuzdavanja i snižavanja inflacije ali i inflatornih očekivanja. Uz to očekuje se postupno smanjenje bilance središnje banke i povlačenje još uvijek visoke likvidnosti iz sustava. Efikasnost mjera monetarne politike potencijalno se može umanjiti nastavkom ekspanzivnih fiskalnih politika, koje izdašnim mjerama diljem Europe nastoje sačuvati ili barem ublažiti udar inflacije na raspoloživi dohodak. Za sada, u uvjetima snažnog nominalnog rasta i, povijesno gledano, još uvijek razmjerno povoljnih troškova zaduživanja, održivost javnih financija nije upitna. Srednjoročno situacija postaje izazovnija.

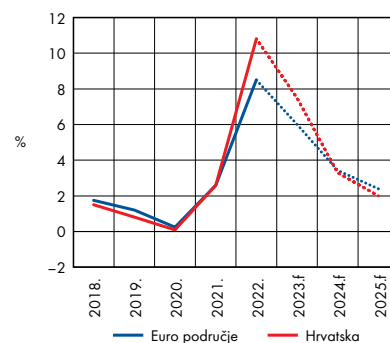
Kao posljedica niza negativnih čimbenika, dionička tržišta su 2022. zaključila negativnom izvedbom. Umjereni optimizam glede izgleda za 2023. počiva na činjenici da je dio nepovoljnih čimbenika poput očekivanog usporavanja gospodarske aktivnosti, zaoštavanja uvjeta financiranja i pritiska na profitne marže već anticipiran od strane investitora i time ugrađen u cijene na dioničkim tržištima. Uz to postoje naznake stabilizacije, ili čak poboljšanja u drugoj polovici 2023. glede makroekonomskih i korporativnih izgleda. Unatoč tome ne isključujemo nastavak povišene volatilnosti na dioničkim tržištima. Hrvatsko tržište i dalje je pod teretom razmjerno niske likvidnosti te će skromni volumeni trgovanja i dalje bacati sjenu na očekivano pozitivnu izvedbu domaćih indeksa uslijed pozitivnih učinaka ulaska u euro i schengenski prostor te skromnog, ali ipak pozitivnog rasta.

Realni BDP (2019. = 100)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Kreditni rejting Republike Hrvatske

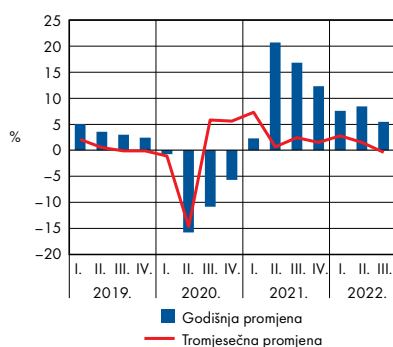
Agencija	Trenutna ocjena	Izgledi	Kalendar ocjene kreditnog rejtinga	
S&P	BBB+	Stabilni	17.3.23.	15.9.23.
Fitch	BBB+	Stabilni	14.4.23.	6.10.23.
Moody's	Baa2	Stabilni	12.5.23.	10.11.23.

Izvori: rejting agencije, Raiffeisen istraživanja

Usporavanje, ali ipak rast

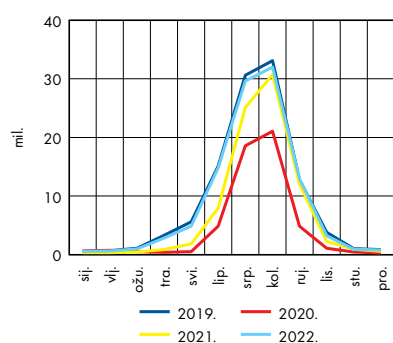
- Godina neizvjesnosti i opreza
- Uz stabilno tržište rada

BDP, realna promjena



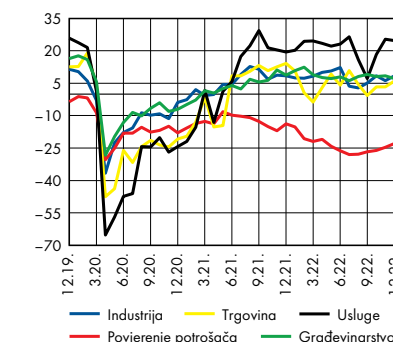
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Turizam, noćenja



Izvori: HTZ, Raiffeisen istraživanja

Indeksi povjerenja



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Dostupni pokazatelji posljednjeg tromjesečja 2022. potvrđuju da je došlo do zamjetnog usporavanja gospodarske aktivnosti. Narušeno povjerenje i optimizam potrošača uslijed snažnih inflatornih pritisaka, čak i unatoč razmjerno snažnom tržištu rada, počelo se materijalizirati kroz nižu potrošnju. Listopad i studeni zabilježili su godišnji pad obujma industrijske proizvodnje prvi put nakon gotovo dvije godine. Uz to, snažan rast uvoza se nastavio uvelike i kao posljedica visokih cijena na globalnim tržištima. Očekujemo neto negativan doprinos inozemne potražnje zbog izglednog posustajanja rasta izvoza. S druge strane, građevinarstvo je nastavilo rasti po približno jednakim stopama (oko 4 posto godišnje), a na oprez može tek upućivati recentno smanjenje građevinskih dozvola.

Naša prognoza rasta od 6,3% u 2022. izložena je pozitivnim rizicima.

Naime, unatoč nastavku usporavanja na tromjesečnoj razini, u razdoblju od listopada do prosinca 2022. čak i u scenariju tromjesečne stagnacije ili blagog pada, gospodarska aktivnost zabilježit će solidnu godišnju stopu rasta (od oko 4%). Hrvatska će tako nakon snažnog oporavaka u 2021. godini po realnoj stopi od 13,1%, prema našoj procjeni, u 2023. zakoračiti s razinom realnog BDP-a koja je oko 10% viša od one zabilježe proglašenjem pandemije.

Fokus ostaje na izazovnoj 2023. čije su prognoze već do sada više puta revidirane na niže odražavajući visoku razinu nesigurnosti i neizvjesnosti osobito povezanih s vanjskim okruženjem.

Iako ključni vodeći indikatori s razvijenih tržišta polagano upućuju na nešto povoljnije izgleda za 2023., još uvijek je prerano govoriti o brzom i laganom prijelazu iz stagnacije ili možebitne recesije u održivi i stabilan gospodarski rast.

Nastavak rata u Ukrajini, energetska kriza, inflatorni pritisci diljem Europe i pad raspoloživog dohotka neki su od nepovoljnih čimbenika s kojima smo dočekali 2023. godinu. Štoviše, prema očekivanjima euro područje je na prijelazu iz 2022. u 2023. godine zakoračilo u recesiju, a njena jačina i dubina znatno će odrediti ekonomske izgleda Hrvatske. Stoga smo revidirali na niže procjenu rasta za 2023. godinu koja iznosi blago iznad 1% uz uravnotežene rizike ostvarenja. S pozitivne strane, topla zima pogodovala je energetskej situaciji u Europi ublažavajući možebitni udar osobito na industrijski sektor dok su izdašne fiskalne blagajne smanjile udar inflacije na raspoloživi dohodak kućanstava. S druge strane, rat i energetska kriza daleko su od rješenja, a neizvjesnost i visoka inflacija (troškovi) više nad odlukama o potrošnji i investicijama. Svaki, novi šok nepovoljno bi utjecao na ostvarenje trenutnih prognoza.

Usporavanje svih sastavnica bruto domaćeg proizvoda osobito najveće – osobne potrošnje je sasvim izgledno zbog visoke (percepcije) inflacije. I dok su investicije privatnog sektora opterećene visokom razinom neizvjesnosti i izglednim rastom troškova zaduživanja, rast (javnih) investicija financiranih europskim sredstvima trebali bi ublažiti nepovoljna kretanja. Naravno, sposobnost povlačenja sredstava te efikasna provedba planiranih projekata predstavlja određeni rizik. Hrvatskoj na raspolaganju stoje nepotrošena sredstva iz prošle financijske omotnice,

sredstva u okviru programa za oporavak i otpornost te nova financijska omotnica višegodišnjeg financijskog okvira (ukupno potencijalno više od 5% BDP-a).

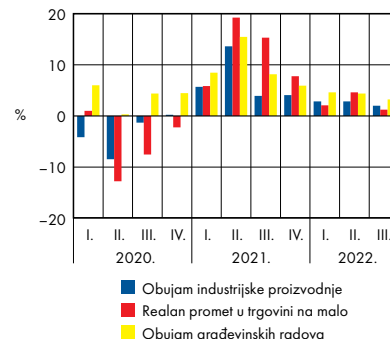
Ulazak u euro područje i Schengen trebali bi pozitivno utjecati na razmjenu roba i usluga umanjujući negativne posljedice smanjenja inozemne potražnje. Blizina i percepcija sigurne destinacije kao i poboljšanje ponude idu u prilog umjereno pozitivnim očekivanjima glede ovogodišnje turističke sezone. S druge strane i statistika potvrđuje iznadprosječni rast cijena u segmentu hotela i restorana (13,7% u odnosu na prosjek EU (7,9%), ali i konkurentna tržišta) ukazujući na smanjenje cjenovne konkurentnosti ali ista u slučaju poboljšanja kvalitete ponude ne mora imati nepovoljan utjecaj. Ipak, ukoliko recesija u glavnim vanjskotrgovinskim partnerima Hrvatske bude dulja i/ili jača, a inflacija viša nepovoljni utjecaj na Hrvatsku glede razmjene roba, a osobito usluga je neminovan, a samim tim izgledna je stagnacija BDP-a u 2023.

Tržište rada (za sada) pokazuje snažnu otpornost na nepovoljna ekonomska i geopolitička kretanja. Tako se nastavio pad nezaposlenosti i istovremeni nastavak rasta zaposlenosti, što i nije karakteristika samo kretanja u Hrvatskoj već u cijeloj EU. Tijekom 2022. godine registrirana stopa nezaposlenosti spustila se na povijesno najnižu razinu 6,8%, uz nastavak rasta zaposlenosti. Broj osiguranika pri HZMO u prosjeku je iznosio 1.613.180 i bio 2,5% viši u odnosu na prethodnu godinu nadmašivši za 3,5% 2019. Gotovo četvrtina rasta prosječnog broja zaposlenih tijekom prošle godine ostvarena je u djelatnostima pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane, a kao posljedica snažne potražnje u djelatnostima povezanim s turizmom.

Solidan doprinos došao je i od porasta zaposlenosti u prerađivačkoj industriji, informacijama i telekomunikacijama, građevinarstvu te stručnim, znanstvenim i tehničkim djelatnostima. Pad zaposlenosti nastavio se u financijskim djelatnostima gdje negativan trend traje još od 2015. godine. Potražnja za radom tijekom cijele 2022. godine bila je snažna što se ogleda u snažnom rastu OVI indeksa¹ koji je bio 26% viši na godišnjoj razini. Tržište rada sve više se suočava s problemom nedostatka radne snage. Problem se nastoji nadomjestiti zapošljavanjem sve većeg broja radnika iz trećih zemalja čiji je broj zahtjeva za rad u 2022. premašio 129 tisuća i time bio viši od prosječnog broja registriranih nezaposlenih osoba u 2022. godini (116.127). međutim, pouzdana statistika o ukupnom broju zaposlenih radnika iz trećih zemalja još uvijek ne postoji i stoga možemo govoriti samo o procjenama.

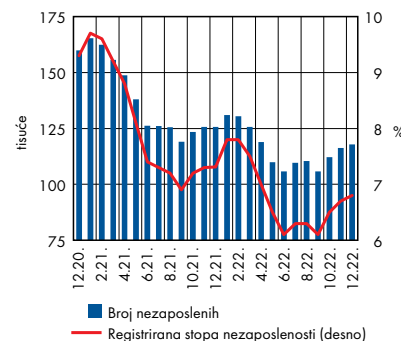
Tržište rada trebalo bi nastaviti bilježiti pozitivne trendove i tijekom 2023., ali slabijim intenzitetom odražavajući privremeno usporavanje gospodarske aktivnosti. Stoga, projiciramo tek minimalan pad stope nezaposlenosti i nešto umjereniji rast zaposlenosti. Razmjerno snažan rast nominalnih plaća bit će podržan sve snažnijim zahtjevima u privatnom i u javnom sektoru uslijed rastućih troškova života i široko rasprostranjenog rasta cijena u potrošačkoj košarici te činjenice da u određenim djelatnostima još uvijek nedostaje radne snage. Stoga je unatoč visokom rastu inflacije moguće očekivati i blagi, ali ipak pozitivan rast realnih plaća.

Visokofrekventni pokazatelji, godišnje promjene



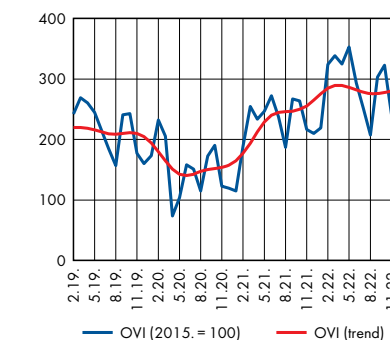
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Index potražnje za radom (OVI*)



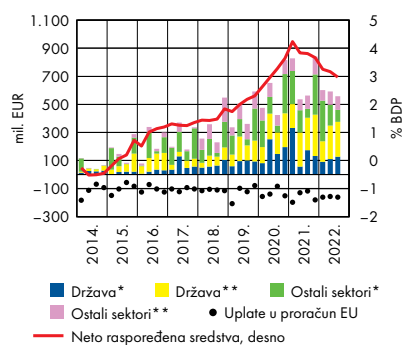
* Online vacancy index - indeks online oglasa slobodnih radnih mjesta
Izvor: EIZG

¹ Online Vacancy Index (OVI) mjesečni je indeks online oglasa slobodnih radnih mjesta razvijen na Ekonomskom institutu, Zagreb u suradnji s portalom MojPosao, OVI indeks – Ekonomski institut, Zagreb (eizg.hr)

Povratak negativnom saldu tekućeg računa

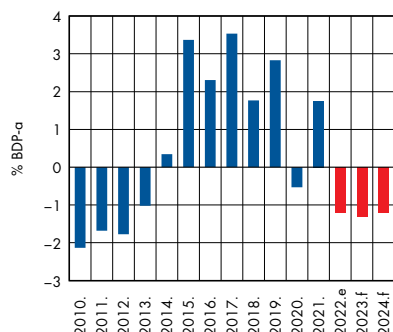
- Pogoršanje robne bilance
- Uobičajeno pozitivan doprinos s računa usluga, ali i EU transfera

Transakcije s proračunom EU-a



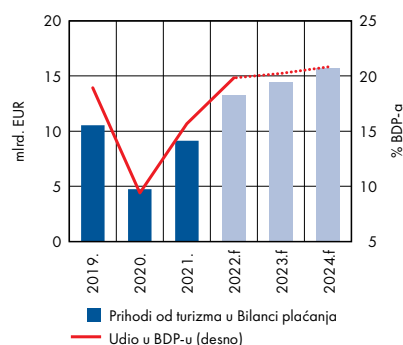
*tekući prihodi, **kapitalni prihodi
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizma



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Unatoč snažnom dvoznamenkastom rastu viška na računu usluga, koji je dominantno pod utjecajem priljeva deviza od turističke djelatnosti u središnjem dijelu sezone, višak na tekućem računu platne bilance bio je u trećem tromjesečju 2022. nominalno niži za 1,7% u odnosu na isti period 2021. Posljedica je to snažnog rasta manjka u razmjeni roba s inozemstvom, koji je u istom razdoblju zabilježio daljnje produbljivanje na 4,9 mlrd. eura (+61% više nego u istom razdoblju 2021.). Navedeno je vjerojatno najvećim dijelom rezultat izrazitog povećanja neto uvoza energenata zbog povećanih cijena sirovina na svjetskom tržištu. Naime, promatrano prema sektorima, rast uvoza Mineralnih goriva i maziva u prvih devet mjeseci 2022. preskočio je 210% uz udio u ukupnom uvozu od 25% te doprinos rastu ukupnog uvoza za više od 55%. Zahvaljujući povećanju neto izvoza usluga, poglavito snažnom rastu prihoda od turističke potrošnje nerezidenata, nepovoljna kretanja u robnoj razmjeni gotovo u cijelosti su ublažena. U prva tri tromjesečja **prihodi od potrošnje nerezidenata** premašili su 11,6 mlrd. eura s procjenom kako će **na razini cijele 2022. dosegnuti 13 mlrd. eura**. Promatrano kumulativno, u posljednja četiri tromjesečja Hrvatska je zabilježila manjak na tekućem računu platne bilance u iznosu od 809 mil. eura ili 1,2% BDP-a. **Kumulativan višak na tekućem i kapitalnom računu u istom razdoblju snažno se smanjio te je na kraju rujna 2022. iznosio 0,9% BDP-a**, u odnosu na 4,2% BDP-a ostvarenih u cijeloj 2021. godini. Statistika za posljednje tromjesečje 2022. donijet će uobičajen manjak na tekućem računu koji bi zbog pogoršanja na računu roba mogao biti veći od istog razdoblja 2021. Uz povoljan učinak s računa usluga nepovoljna kretanja djelomično bi mogla biti ublažena i snažnijim priljevima osobnih doznaka iz inozemstva te snažnijim korištenjem EU fondova. Na razini cijele 2022. godine manjak na tekućem računu platne bilance zadržat će se na razinama s kraja trećeg tromjesečja, oko 1,2% BDP-a. U 2023. uz i dalje naglašene rizike oko kretanja cijena i energenata, ali i ostalih ključnih uvoznih sirovina, očekujemo zadržavanje manjka na tekućem računu uz najveći negativan doprinos s računa roba. Očekivanja o još jednoj uspješnoj turističkoj sezoni podržat će kretanja na računu usluga. Kako je 2023. zadnja godina za mogućnost povlačenja sredstava iz EU financijskog okvira 2014. – 2020. očekujemo pojačanu aktivnost budući da je Hrvatska, prema podacima Europske komisije iz siječnja, do sada povukla tek 64% dostupnih sredstava. Pozitivna očekivanja proizlaze i od korištenja financiranja iz instrumenta Europske unije NGEU. Iako su negativni rizici više izraženi od pozitivnih, višak na kapitalnom i tekućem bit će zadržan i u 2023. godini kao i u srednjoročnoj perspektivi.

Pokazatelj vanjske zaduženosti, bruto inozemni dug nastavio je tijekom prva tri tromjesečja 2022. s tendencijom pada u relativnim iznosima. Na kraju rujna 2022. bruto inozemni dug spustio se na 48,5 mlrd. eura ili 74,6% BDP-a, što je za 6,4 pb manje nego na kraju 2021. zahvaljujući prije svega snažnom rastu nominalnog BDP-a. Za cijelu 2022. očekujemo daljnje poboljšanje u relativnom izrazu dok su naše projekcije bruto inozemnog duga za 2023. godinu i ispod 70% BDP-a. U uvjetima neizvjesnosti i zaoštavanja uvjeta financiranja Hrvatskoj svakako u prilog ide prihvaćanje eura koje je donijelo ukidanje valutnog rizika.

Elizabeta Sabolek Resanović

U očekivanju umjerenijeg rasta potrošačkih cijena

- Na samom vrhu inflatornog ciklusa
- Usporavanje rasta cijena pri proizvođačima

Već u drugom prošlogodišnjem tromjesečju bilo je jasno da će 2022. godina osim po ratnim zbivanjima u Europi biti zapamćena po povijesno visokoj stopi inflacije diljem država EU. U Hrvatskoj, godišnja stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena u 2022. približila se razini od 11%. Istu prosječnu stopu rasta (10,8%) zabilježila je i temeljna inflacija koja ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda, energije i cijene proizvoda koje su administrativno regulirane. Obje stope ušle su u zonu dvoznamenkastih vrijednosti još u lipnju s tendencijom ubrzanja prema kraju godine. Navedeni trend osobito je bio izražen kod temeljne inflacije budući da je pad cijena na mjesečnoj i usporavanje na godišnjoj razini kod opće stope dominantno bio posljedica nižih cijena naftnih derivata uslijed kretanja na tržištima sirove nafte i administrativnog reguliranja cijena. Kod opće stope inflacije valja primijetiti da se iz mjeseca u mjesec smanjivao doprinos rasta energije, a rastao doprinos hrane koja čini i najznačajniji dio potrošačke košarice. Promatrano na razini cijele 2022. najveći doprinos (38% ili 4,1 pb) došao je od porasta cijena hrane i bezalkoholnih pića koje su u prosjeku više za 19% nakon čega slijedi energija s doprinosom od 2,9 pb.

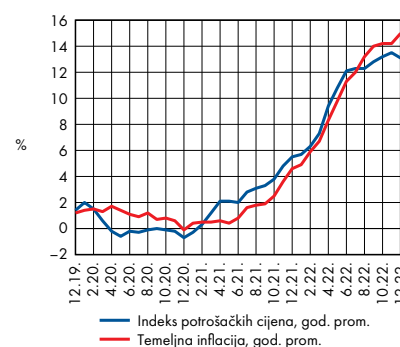
Na sličnim dvoznamenkastim razinama (iznad 10%) očekujemo zadržavanje inflacije i tijekom prvog ovogodišnjeg tromjesečja s tendencijom laganog usporavanja rasta. Na lagano usporavanje rasta cijena upućuje i već prisutno usporavanje rasta proizvođačkih cijena, kako na inozemnom tako i na domaćem tržištu. Tome uvelike, osim recentnog pada na globalnim tržištima sirovina, pridonosi normalizacija lanaca opskrbe, ali i učinak baznog razdoblja. Osim pada cijena energije, povratak prema nižim stopama rasta bilježe i intermedijarni proizvodi.

Dio inflatornih pritisaka iz 2022. ipak će se prenijeti i ovu godinu te očekujemo prosječnu stopu inflacije na razini iznad 7%. I temeljna stopa inflacije ostat će povišena odražavajući široko rasprostranjene inflatorne pritiske. Povratak osnovne stope prema razini 2% ne očekujemo prije 2025.

Polagano usporavanje rasta potrošačkih cijena bit će posljedica ublažavanja pritisaka iz vanjskog okruženja, manjih pritisaka s tržišta sirovina, očekivane daljnje normalizacije lanaca opskrbe, usporavanja gospodarske aktivnosti, a osobito učinka baznog razdoblja. U uvjetima nastavka geopolitičkih napetosti veliki rizik ostaju cijene energije koje bi se mogle zadržavati na razmjerno visokim razinama. Štoviše, cijene energije su istovremeno izložene visokim negativnim rizicima zbog visoke energetske ovisnosti Europe i Hrvatske.

Recentni pad cijena poljoprivrednih sirovina na svjetskim robnim tržištima još uvijek se ne prelijeva na potrošačke cijene prehrambenih proizvoda. Iako ne očekujemo pad cijena hrane u potrošačkoj košarici njihov doprinos općoj stopi inflacije nakon prvog tromjesečja bi se trebao iz mjeseca u mjesec smanjivati. Zanimljivo je primijetiti da su upravo cijene hrane, koje čine više od petine potrošačke košarice, prema harmoniziranom indeksu potrošačkih cijena (HIPC) tijekom 2022. porasle 15,6% ili 3,7 pb više od prosjeka EU sugerirajući ne samo njihovu daljnju kon-

Inflacija, godišnja promjena



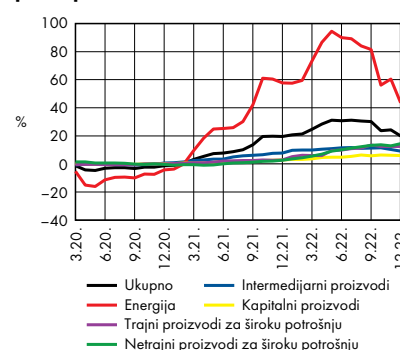
Izvori: DZS, HNB, Raiffeisen istraživanja

Doprinosi godišnjoj stopi inflacije u 2022.



*Prosječna godišnja stopa inflacije u 2022. iznosila je 10,8%
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Proizvođačke cijene *, godišnja promjena



*na domaćem tržištu
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Razina usklađenosti cijena u 2021. (EU=100)

	Opća razina cijena	Hrana i bezalkoholna pića	Restorani i hoteli
Austrija	110,8	107,5	116,1
Njemačka	107,8	104,6	104,8
europodručje	105,9	104,8	102,6
Slovačka	89,7	95,5	88,3
Slovenija	88,0	100,4	87,1
Češka	79,1	89,7	67,2
Hrvatska	71,4	97,7	81,2
Mađarska	68,3	85,5	61,4
Poljska	60,0	72,7	78,1

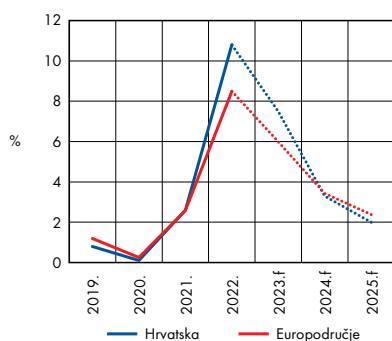
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

vergenciju prema prosjeku EU već i premašivanje prosječne razine cijena hrane i bezalkoholnih pića na jedinstvenom europskom tržištu.

Naime, razina cijena u ovoj kategoriji proizvoda bila je na 98% prosjeka EU u 2021. Cijene usluga će u slučaju (očekivanog) rasta potražnje nastaviti s rastom, ali usporenijom dinamikom održavajući i konvergenciju prema europskom prosjeku.

S druge strane, promatrano po skupinama proizvoda izgledno je da najnižu razinu usklađenosti imaju cijene energije koje su 2021. godine bile na 61% prosjeka EU, a tijekom prošle godine porasle su 19,6% što je niže za gotovo 17 pb u odnosu na prosječni rast u EU. Ostaje za vidjeti hoće li Vlada nastaviti ograničavati rast cijena energije i nakon 1. travnja 2023. ili će dopustiti usklađivanje cijena s tržišnim uvjetima. Ne treba zanemariti ni ostale vladine mjere zamrzavanja određenih proizvoda do kraja ožujka ove godine.

Prognoze kretanja inflacije



Izvori: RBI/Raiffeisen istraživanja

Uz to, iako je rast proizvođačkih cijena u industriji usporio on je još uvijek razmjerno visok pa ne isključujemo mogućnost daljnjeg prelijevanja rasta na potrošačke cijene. Naposljetku, iako realni raspoloživi dohodak pada, snažno tržište rada i pritisak na rast plaća čimbenici su koji ne dozvoljavaju snažniji pad potražnje u kratkom roku, već će se on dogoditi s određenim odmakom i tako utjecati na postupno ublažavanje rasta inflacije.

Zrinka Živković Matijević

Prognoze cijena sirove nafte (Brent, USD/bbl), pr.

Godina	1. tr.	2. tr.	3. tr.	4. tr.	Godišnji prosjek
2022.	102,2	113,7	99,1	90,0	101,2
2023.	75,0	80,0	95,0	90,0	85,0
2024.	70,0	75,0	80,0	75,0	75,0
2025.	70,0	70,0	70,0	70,0	70

Izvori: Refinitiv, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Daljnje podizanje ključnih kamatnih stopa Europske središnje banke

- **2022.: rast referentnih kamatnih stopa za 250 bb**
- **2023.: daljnje podizanje kamatnih stopa i smanjivanje bilance ESB-a**

Na svom posljednjem sastanku u prosincu, Upravno vijeće Europske središnje banke **očekivano je povećalo tri ključne kamatne stope ESB-a za 50 baznih bodova**. U skladu s navedenim, kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja povećana je na 2,5%, kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana 2,75%, a depozitna kamatna stopa na 2%. Dakle, tijekom dosadašnjeg ciklusa podizanja ključnih kamatnih stopa započetog u srpnju, ESB je u pola godine iste povisio za 2,5 postotnih bodova.

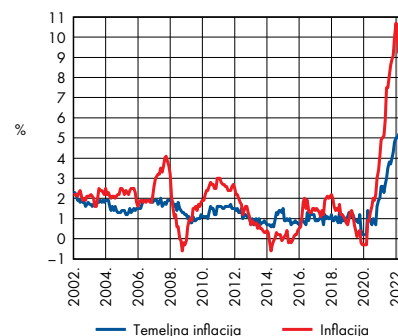
Odluke o budućim promjenama kamatnih stopa donosit će se na temelju najnovijih dostupnih makroekonomskih podataka (osobito o inflaciji), ali je i tada predsjednica Lagarde jasno istaknula izgleda značajnih povećanja stabilnim tempom. Navedeno implicira kako je sasvim realno očekivati ponovno podizanje ključnih kamatnih stopa za dodatnih 50 baznih bodova na sastanku u veljači 2023. **Podizanje kamatnih stopa i retorika ESB-a posljedica je trenutnih i očekivanih inflatornih pritiska** budući da je na posljednjem sastanku zamjetno navise revidirana i očekivana stopa inflacije, dok su izgledi rasta gospodarstva euro područja smanjeni uz izglednu kratkotrajnu i blagu recesiju na prijelazu 2022./2023. Najnovija revizija predviđa prosječnu stopu inflacije od 6,3% u 2023. te daljnje smanjenje na 3,4% u 2024. i 2,3 % u 2025. Time su se prognoze ESB-a sasvim približile već postojećim našim očekivanjima.

Rizici za gospodarstvo ocijenjeni su negativnim, a inflaciju pozitivnim. Budući da smo neko vrijeme prognoze ESB-a smatrali preoptimističnima, sada ovu ažuriranu procjenu smatramo realnom.

Srednjoročno gledano, ciklus podizanja kamatnih stopa trebao bi se usporiti na 25bb, a potom i napustiti nakon što se dosegne određena razina. Međutim, ESB se još uvijek suzdržava od naznaka do koje će razine biti podignute kamatne stope (tzv. terminalna stopa). No, kraj ciklusa podizanja kamatnih stopa zasigurno će biti u restriktivnom području i tu će se zadržati dulje vrijeme, a sve s ciljem da se stopa inflacije vrati prema ciljanoj razini od 2%.

Osim ključnih kamatnih stopa, daljnje zaoštavanje monetarne politike odvijat će se i kroz politiku upravljanja odnosno **smanjenja bilance središnje banke**. Od početka ožujka 2023., portfelj programa kupnje vrijednosnih papira (engl. asset purchase programme, APP) smanjivat će se umjerenom i predvidljivom dinamikom za prosječno 15 milijardi eura mjesečno. Dakle, neće se u potpunosti reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira. Ukupni će se volumen tako do kraja lipnja smanjiti za 60 milijardi eura na oko 3.195 milijardi eura. Dospijeća u okviru APP-a iznositi će ukupno 131 milijardu EUR između ožujka i lipnja 2023., reinvestiranja će prema tome iznositi 71 milijardu eura, što odgovara udjelu reinvestiranja od 54%. ESB još uvijek ostavlja otvorenim daljnji tempo smanjenja. Daljnji detalji o smanjenju APP portfelja bit će objavljeni u veljači. Smatramo da je aktivna rasprodaja obveznica malo vjerojatna u skoroj budućnosti. Što se tiče

Europodručje: potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

ESB: ekonomske prognoze (prosinac 2022.)

	BDP, realni rast, % prognoze iz		Inflacija, % prognoze iz	
	12.22.	9.22.	12.22.	9.22.
2022.	3,4	3,1	8,4 (3,9)*	8,1 (3,9)
2023.	0,5	0,9	6,3 (4,2)	5,5 (3,4)
2024.	1,9	1,9	3,4 (2,8)	2,3 (2,3)
2025.	1,8		2,3 (2,4)	

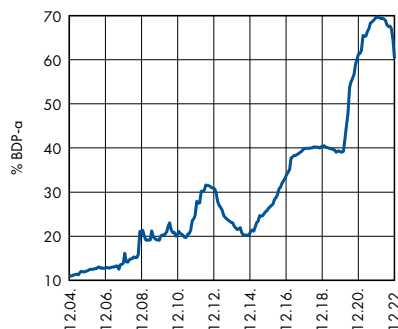
* u zagradama je temeljna inflacija
Izvori: ESB, RBI/Raiffeisen istraživanja

Europodručje: prognoze kamatnih stopa i prinosa

	pro. 22	ožu. 23	lip. 23	ruj. 23	pro. 23
ESB ref. stopa	2,50	3,50	4,00	4,00	4,00
Depozitna stopa	2,00	3,00	3,50	3,50	3,50
Euribor 3mj.	2,15	3,20	3,60	3,60	3,60
Njem. 2-god. prinos	2,50	2,80	3,00	2,90	2,80
Njem. 10-god. prinos	2,25	2,50	2,50	2,40	2,30

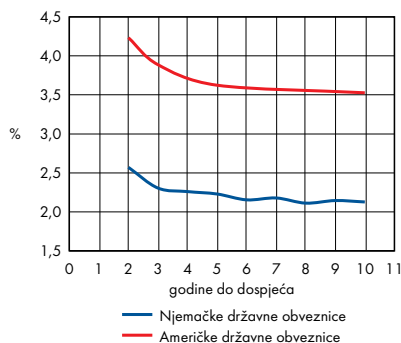
Izvori: Refinitiv, RBI/Raiffeisen istraživanja

Bilanca ESB-a



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

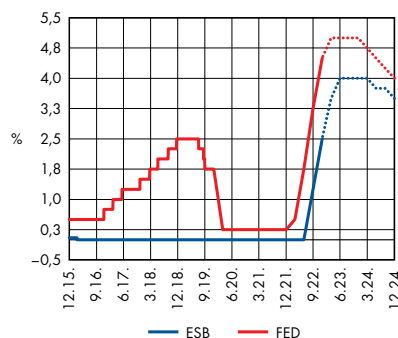
Referentni prinosi*



*na dan 23. siječnja 2023.

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prognoze referentnih kamatnih stopa (RBI)



Izvori: Refinitiv, RBI/Raiffeisen istraživanja

portfelja PEPP-a, retorika ESB-a nije se promijenila. Vrijednosni papiri stečeni u okviru PEPP-a i dalje se namjeravaju u potpunosti reinvestirati barem do kraja 2024.

Nadalje, **smanjena je izravna opskrba banaka likvidnošću putem operacija refinanciranja (TLTRO)**. Zbog promijenjenih uvjeta, nedospjeli TLTRO-ovi se prijevremeno otplaćuju. Osim toga, do sada nije odlučeno o daljnjem financiranju TLTRO-ova koji dospijevaju pri čemu se aktivna komunikacija po tom pitanju može očekivati najkasnije u Q223.

Tržište je posljednje odluke ESB-a ocijenilo kao restriktivne (hawkish). Zanimljivo su porasli prinosi dvogodišnjih i desetogodišnjih njemačkih državnih obveznica, **spread** na talijanske državne obveznice blago je porastao dok je euro ojačao u odnosu na američki dolar. Dakle, na temelju vijesti iz središnje banke tržišni igrači procijenili su da će ključne kamatne stope ESB-a porasti na višu razinu od prethodno procijenjene i/ili da će tamo ostati dulje vrijeme. Međutim, postoji visok stupanj neizvjesnosti u pogledu gospodarskih izgleda i budućeg kretanja ključnih kamatnih stopa pa se stoga mora pretpostaviti da će se mišljenja na financijskom tržištu nastaviti brzo mijenjati odnosno da će volatilnost ostati razmjerno visoka.

To potvrđuju i rastuća očekivanja da bi nakon prosinačkog usporavanja inflacije središnja banka mogla usporiti s najavljenim nastavkom povećanja kamatnih stopa. Međutim, svi službeni nastupi visokih čelnika središnje banke (Lane, Knot, Villeroy de Galhau, itd.) kao i smjernice predsjedništva ESB-a upućuju na razmjerno stabilnu i snažnu dinamiku podizanja ključnih kamatnih stopa (+50bp u veljači, +50 u ožujku i moguće +50 u svibnju). Osim toga, izvješće o prosinačkom sastanku o kamatnim stopama, koje je objavljeno nešto kasnije, prenijelo je potpuno drugačije raspoloženje u Vijeću ESB-a. Prema transkriptu, izričita želja pri donošenju odluke bila je iznenaditi tržište, čime bi se postigla korekcija tržišnih kamatnih stopa/prinosa na obveznice navise i pooštavanje uvjeta financiranja. Mnogi članovi Vijeća u početku su se zalagali i za veće povećanje stope (75bp umjesto očekivanih 50bp).

Pad prinosa na početku 2023. posljedica je novih tržišnih očekivanja za koje smatramo da podcjenjuju najvjerojatniju dinamiku podizanja kamatnih stopa. U našim predviđanjima kamatnih stopa, različiti stavovi u Upravnom vijeću za koje znamo prikazani su na sljedeći način: **+50bb u veljači, +50bb u ožujku, +25bb u svibnju i +25bb u lipnju**. Dakle, s obzirom na očekivani gospodarski razvoj (blaga recesija, značajno usporavanje opće inflacije, ali ustrajno visoka temeljna inflacija), čini se da je realno očekivati povratak k uobičajnoj dinamici pomaka kamatnih stopa (od 0,25 pb) najranije u svibnju.

Gottfried Steindl, RBI

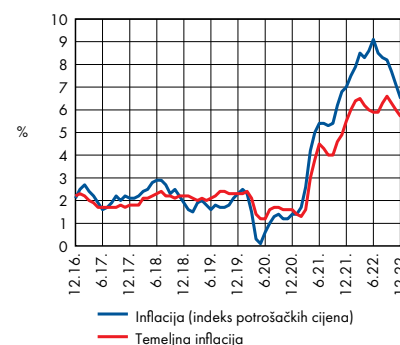
Dominacija američkog dolara na deviznim tržištima u 2022.

- Usporavanje dinamike zaoštavanja monetarne politike FED-a
- Jačanje uloge američkog dolara kao sigurnog utočišta

Nakon četiri uzastopna podizanja referentnih kamatnih stopa za 75 baznih bodova, Fed je na posljednjem sastanku u 2022. godini odlučio usporiti dinamiku zaoštavanja monetarne politike. Na sastanku u prosincu potvrđeno je podizanje za 50bb, a referentna kamatna stopa tako se podigla **na raspon od 4,25% do 4,5%**. Predsjednik Fed-a, J. Powell, izjavio je da trenutno više nije naglasak na intenzitetu podizanja ključnih kamatnih stopa, već će se odgovarajuća razina tzv. terminalne stope postići blažom dinamikom. Stoga će na sljedećem dvodnevnom sastanku, koji započinje 31. siječnja, odluka biti između 25 i 50 baznih bodova. Uzevši u obzir nastavak usporavanja godišnje stope rasta temeljne inflacije, smatramo da je povećanje od **25 baznih bodova** najizglednije. Očekujemo da će se prikladna **razina terminalne stope** postići u prvom tromjesečju, a **iznositi će 5%**. Referentna kamatna stopa trebala bi se zadržati na toj razini do kraja godine, dok početkom 2024. očekujemo postepeno spužtanje iste. Izazovna 2022. godina snažno se odrazila i na devizno tržište koje je bilo pod **dominacijom aprecijacije američkog dolara**. U prva tri tromjesečja američki dolar ojačao je za čak 16% u odnosu na euro, a tržišni **tečaj EUR/USD** spustio se krajem kolovoza ispod pariteta, prvi put u gotovo dvadeset godina. Na jačanje američkog dolara ponajviše je djelovao zaokret monetarne politike Fed-a koji je započeo u ožujku s podizanjem referentnih kamatnih stopa uslijed snažnih inflatornih pritisaka. U istom smjeru djelovalo je razbuktavanje energetske krize u Europi i jačanje neizvjesnosti o ekonomskim posljedicama rata u Ukrajini. Pogoršanje gospodarskih izgleda vodećih svjetskih gospodarstava poticalo je **ulogu američkog dolara kao sigurnog utočišta**. Europska središnja banka započela je s podizanjem referentnih stopa u srpnju, a razlika između razine kamatnih stopa u europodručju i SAD-u usmjeravala je tečaj EUR/USD prema nižim razinama. Uslijed lošijih izgleda europskog gospodarstva u odnosu na američko, postavljalo se pitanje hoće li ESB biti u mogućnosti zaoštavati monetarnu politiku jednakim intenzitetom kao Fed. Tijekom posljednjeg tromjesečja splasnula je zabrinutost o snažnom gospodarskom padu u europodručju, dok su na tržištima jačala očekivanja da će Fed i u 2023. nastaviti usporavati dinamiku podizanja referentnih stopa te ubrzo dostići terminalnu stopu uslijed popužtanja cjenovnih pritisaka. Navedeno je utjecalo na jačanje eura odnosno na slabljenje dolara te se na kraju godine tečaj EUR/USD popeo na 1,07 američkih dolara za euro. U siječnju 2023. tečaj EUR/USD je, nakon kraće volatilnosti, premašio razinu od 1,08 američkih dolara za euro. **Prema našim očekivanjima**, tečaj EUR/USD zadržat će se iznad pariteta, odnosno učvrstit će dosadašnje dobitke, a u prvom tromjesečju kretat će se oko **1,05** američkih dolara za euro. Potpora trenutnom jačanju eura mogla bi doći od strane restriktivnije politike ESB-a u odnosu na Fed (smanjenje jaza između razine kamatnih stopa). U nastavku godine očekujemo stabilizaciju eura te bi tečaj EUR/USD mogao kraj godine dočekati na razinama od oko 1,08 američkih dolara za euro. U negativne rizike za značajniji pad tečaja možemo ubrojiti ponovno ubrzanje stope rasta inflacije u SAD-u i povratak snažnije averzije prema riziku uslijed potencijalne eskalacije geopolitičke situacije ili jačanja zabrinutosti oko snažnije gospodarske recesije u europodručju.

Petar Bejuk, Franz Zobl, RBI

SAD: potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

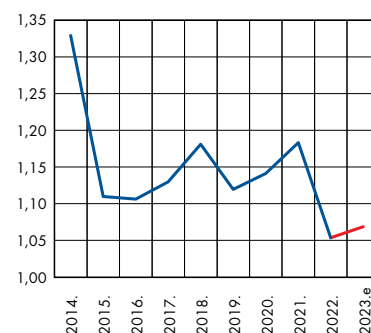
FOMC – ekonomske prognoze

	2022.	2023.	2024.	dugo-ročno
BDP	0,50	0,50	1,60	1,80
prethodno	0,20	1,20	1,70	1,80
Stopa nezaposlenosti	3,70	4,60	4,60	4,00
prethodno	3,80	4,40	4,40	4,00
Inflacija	5,60	3,10	2,50	2,00
prethodno	5,40	2,80	2,30	2,00
Temeljna inflacija	4,80	3,50	2,50	
prethodno	4,50	3,10	2,30	
Referentni kamatnjak	4,40	5,10	4,10	2,50
prethodno	4,40	4,60	3,90	2,50

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

Izvori: FED, Refinitiv, RBI/Raiffeisen istraživanja

EUR/USD, prosjek

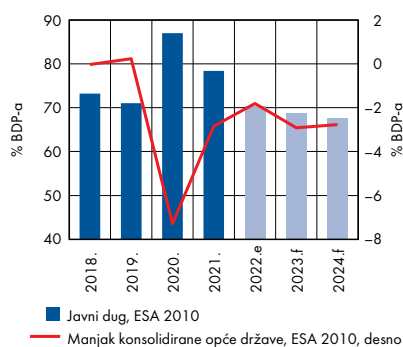


Izvori: Refinitiv, RBI/Raiffeisen istraživanja

Fiskus stabilno, unatoč rastućim troškovima financiranja

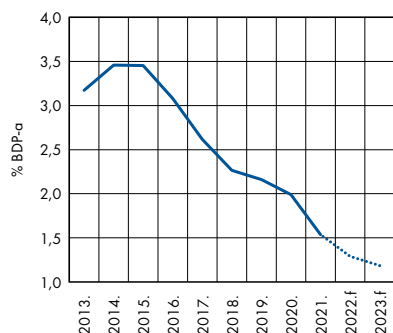
- Izdašni prihodi proračuna u 2022.
- Rast prinosa, rejting stabilan

Fiskalni pokazatelji



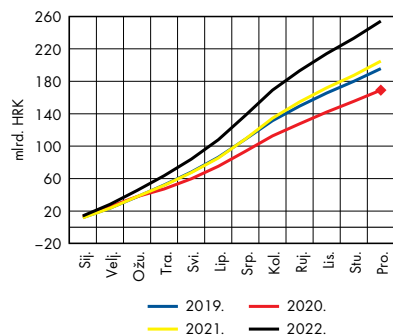
Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Rashodi za kamate



Izvori: EDP izvještaj, Eurostat, projekcije Vlade RH, Raiffeisen istraživanja

Iznos računa iz sustava fiskalizacije*



*kumulativno

Izvori: Porezna uprava, Raiffeisen istraživanja

Iako je detaljna statistika najznačajnijih kategorija prihoda i rashoda državnog proračuna dostupna samo za prvu polovicu 2022. godine, jasno je kako su, uslijed povoljnih gospodarskih kretanja i rastućih potrošačkih cijena, kretanja u državnoj blagajni bila povoljna i u drugom dijelu 2022. Tome je zasigurno u velikoj mjeri pridonijela izdašna turistička potrošnja zahvaljujući iznimno uspješnoj turističkoj sezoni. Naime, prema fiskalnim podacima Ministarstva financija, koji se objavljuju po zahtjevima Direktive Vijeća 2011/85/EU, prihodi proračuna u kolovozu i rujnu su značajno nadmašili rashode te su doprinijeli daljnjem smanjenju manjka državnog proračuna koji se za razdoblje siječanj-studenj suzio na 807 mil. kuna (u odnosu na manjak od 11,9 mlrd. kuna u istom razdoblju 2021.). Rebalans proračuna iz listopada 2022. procjenjuje manjak općeg proračuna od 7,1 mlrd. kuna ili 1,5% BDP-a u 2022. (ESA2010 metodologija) što je značajno poboljšanje u usporedbi s 2021. (manjak od 12,4 mlrd. kuna ili 2,9% BDP-a) kao i s 2020. godinom (manjak od 27,7 mlrd. kuna ili 7,3% BDP-a). Procijenjena razina manjka u državnoj blagajni u skladu je i s našim očekivanjima za 2022. godinu. S druge strane, iako će se u 2023. godini manjak konsolidirane opće države u odnosu na BDP produbiti, uslijed izražene potrebe za fiskalnim stimulansima u uvjetima visoke inflacije, on će se zadržati unutar okvira kriterija iz Maastrichta.

Zahvaljujući snažnom nominalnom (i realnom) rastu gospodarske aktivnosti pokazatelj zaduženosti države za 2022. godinu također će se poboljšati. Prema zadnjim dostupnim podacima na kraju trećeg tromjesečja dug opće države iznosio je 70,4% BDP-a što je na godišnjoj razini poboljšanje za 11,1 postotni bod, a smanjenje javnog duga zabilježeno je i u nominalnom iznosu. Na razini cijele 2022. očekujemo zadržavanje omjera javnog duga u BDP-u oko razine s kraja rujna 2022. U ovoj godini uz nastavak nominalnog i (skromnog) realnog rasta gospodarske aktivnosti, unatoč povećanju u apsolutnom izrazu, očekujemo da će se relativni pokazatelj zaduženosti države spustiti ispod 70% BDP-a.

Međutim, prostora za pretjerani optimizam nema. U okruženju restriktivnih monetarnih politika koje provode vodeće svjetske banke javlja se potreba "labave" fiskalne politike. S druge strane zaoštavanje uvjeta financiranja podiže kamatne stope i prinose na obvezničkim tržištima što povećava troškove financiranja. Hrvatska se posljednjih godina relativno povoljno zaduživala, a trošak kamata smanjio se s razine od 3,5% BDP-a tijekom 2014. i 2015. na 1,5% BDP-a u 2021. Situacija na tržištu sada se mijenja. Godina 2022. donijela je nezapamćeni porast prinosa na državne obveznice europodručja budući da se inflacija nije uspjela stabilizirati te je dosegla dvoznamenkaste stope. Europska središnja banka morala je brzo reagirati na tu izmijenjenu stvarnost i prilično je brzo pooštrila monetarnu politiku. ESB još nije pri kraju, ni s povećanjem kamata ni sa smanjenjem svoje bilance. Stoga i na početku ove godine možemo očekivati uzlazni pritisak na kretanje prinosa. Prinos na njemački Bund, referentne obveznice za Hrvatsku, mogao bi ostati iznad 2% u mjesecima koji dolaze, s inverznom krivuljom prinosa.

S ulaskom u europodručje **Hrvatska je postala EGB (European Government Bonds) izdavatelj.** U skladu s tim još tijekom ljeta 2022., nakon konač-

ne potvrde o usvajanju eura, spreadovi hrvatskih euroobveznica (CROATI EUR segment) dodatno su konvergirali prinosima izdanja referentnih obveznica tako da sam čin prihvatanja eura nije značajnije utjecao na kretanja. Uslijed posljednjeg tržišnog odgovora na promjenu politike ESB-a prema strožoj retorici, prinosi hrvatskih euroobveznica su naglo rasli da bi se potom – u skladu s kretanjima EGB-a, smirili. Navedeno jasno odražava kako hrvatska izdanja prate i kreću se u skladu s kretanjima u okruženju. Volatilnost će ostati visoka s obzirom na tekuće neizvjesnosti u pogledu terminalne kamatne stope ESB-a. U dugoročnoj perspektivi pozitivni izgledi za Hrvatsku podržani su članstvom u euro području. S trenutne visoke razine prinosa možemo očekivati smanjenje *spread-a* kako se ESB bude približavala kraju svog ciklusa stezanja monetarne politike.

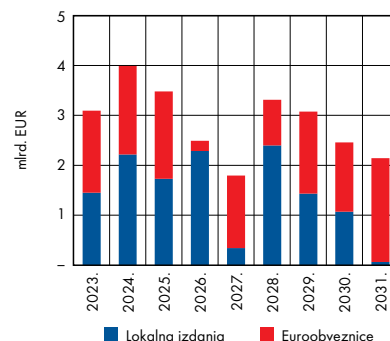
Na **lokalnom tržištu** obveznica tijekom 2022. godine, prinosi su značajno porasli. Pri tome su se prinosi lokalnih obvezničkih izdanja izjednačili s razinama prinosa hrvatskih euroobveznica. Prinos (*bid yield to maturity*) sredinom siječnja bio je na razini oko 4% (+230 baznih bodova od početka 2022.) Hrvatska lokalna obveznička izdanja nastaviti će pratiti kretanja regionalnih i globalnih izdanja obveznica koja značajnije utječu na njihove izvedbe od domaćih makroekonomskih pokazatelja i očekivanja. Iako je tehnički ulazak u euro područje svakako pozitivan aspekt, značajnije promjene u prinosima i *spreadovim-a* ne očekujemo.

Od aktivnosti na **primarnom tržištu**, početkom ožujka dospijeva 1,5 milijardi dolara euroobveznice pa novo izdanje možemo očekivati u ovom tromjesečju. Obzirom na uvjete na financijskim tržištima u dogledno vrijeme ne očekujemo izdavanje obveznica na inozemnim tržištima kapitala izvan EU, pogotovo jer je Hrvatska sada EGB izdavatelj. Očekivano izdanje bit će prvo hrvatsko izdanje u sklopu euro područja. Do kraja 2023., u studenom dospijeva još 1,5 mlrd. eura lokalne obveznice. Račun financiranja državnog proračuna za 2023. godinu uz planirano izdanje 1,5 mlrd. eura obveznica na ino tržištu predviđa i 2,7 mlrd. eura obvezničkih izdanja na lokalnom tržištu. Navedeno implicira jedno veće ili dodatno lokalno izdanje u usporedbi s dospijećima. U razdoblju pred nama, uz neizbježno usporavanje gospodarske aktivnosti nužnost prudenčijalne fiskalne politike trebala bi biti jedina opcija jer će pritisci različitih proračunskih korisnika biti sve veći zbog pojačane inflacije i činjenice da se približava izborna 2024. godina.

Prema **rejting kalendaru** za 2023. godinu, prva je na rasporedu revizija rejtinga RH od strane S&P-a u ožujku, a potom slijede Fitch i Moody's u travnju odnosno svibnju. Ne očekujemo promjene niti od jedne agencije budući da su, nakon prihvatanja eura koji je donio eliminaciju valutnog rizika, za nove pozitivne revizije potrebne i konkretnije (strukturne) promjene.

E.S. Resanović

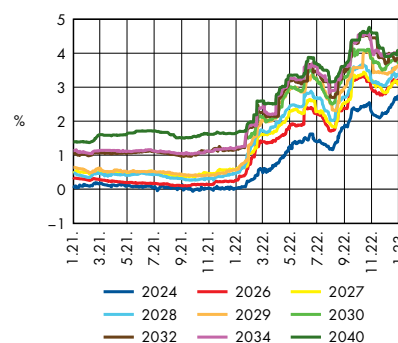
Dospijeća državnog duga po izdanim obveznicama*



* glavnica i kamate

Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

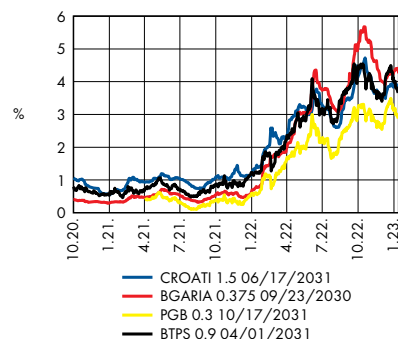
Prinosi na lokalne obveznice



* bid yield to maturity

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi usporedivih zemalja*



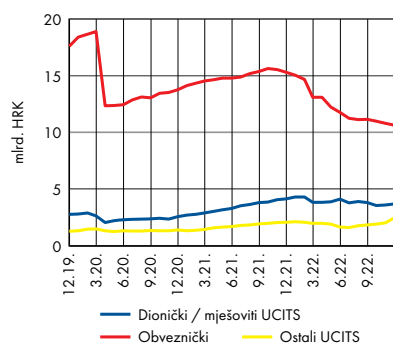
* bid yield to maturity

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Uvođenje eura donosi trajne promjene u poslovanju banaka

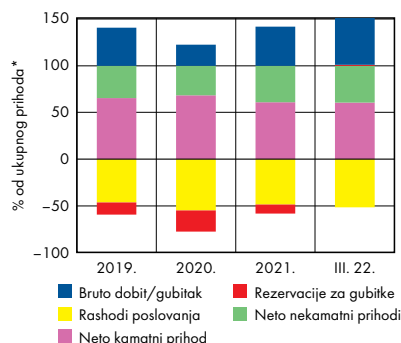
- Povećanje depozita u bankama zbog promjene valute
- Promjena valutne strukture kredita i depozita
- Kamatne stope na kredite zaostaju za inflacijom

Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina



Izvori: HANFA, Raiffeisen istraživanja

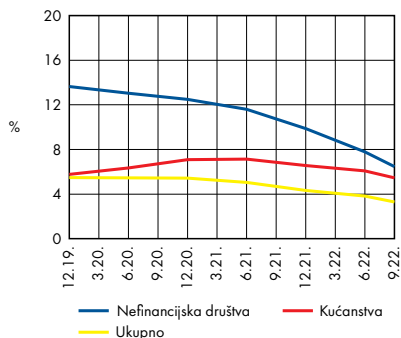
Struktura rezultata poslovanja banaka



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

Izvori: Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim (NPL ratio)



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

U prva tri tromjesečja 2022. u sektoru kreditnih institucija ostvaren je povrat na kapital od 10,2% uz stopu kapitaliziranosti od 24% u odnosu na rizičnu imovinu i s koeficijentom pokrića likvidnosti za 99% iznad propisanog. Ukupni prihodi porasli su za 6% u odnosu na isto razdoblje lani, kao rezultat povećanja prihoda od naknada i trgovanja za 17% i smanjenja neto kamatnih prihoda za 1%. Troškovi poslovanja povećani su za 8% pod utjecajem inflacije. Jednokratni trošak za prilagodbu sustava radi uvođenja eura kao službene valute opteretit će rezultate poslovanja u zadnjem tromjesečju. Izostao je trošak rezerviranja za gubitke zbog tendencije smanjivanja neprihodujućih kredita s pozitivnim učinkom na rezultate razdoblja. Neto dobit je povećana za 25% te će dio banaka na kraju godine imati obvezu za dodatni porez na dobit, koji se obračunava na osnovicu uvećanja dobiti u 2022. preko 20% u odnosu na prosjek oporezive dobiti u prethodne četiri godine. Financijsko tržište u Hrvatskoj visoko je euroizirano, pa uvođenje eura kao službene valute na prijelazu u 2023. godinu rezultira značajnim promjenama u strukturi bilance bankarskog sektora. Učešće deviznih i valutno indeksiranih depozita u ukupnim pada s 52% na 6% a kod kredita s 58% na 1%. Time nestaje valutni rizik koji je prethodno doveo do korištenja kredita indeksiranih uz stranu kao osnovnog instrumenta za uravnoteženje valutne strukture bilance.

Ususret uvođenja eura privremeno se povećavaju depoziti kod banaka, jer stanovništvo ulaže gotov novac u kunama radi promjene u euro. U prvim mjesecima 2023. očekujemo kratkotrajno povratno kretanje gotovine iz depozita kod banaka, a potom postojani rast pod utjecajem viših stopa inflacije. Povišena inflacija potiče rast kredita jer su sve veći iznosi kredita nužni za nabavu iste količine roba i usluga. Visoka likvidnost u financijskom sektoru omogućava rast kredita, pa u 2023. očekujemo da će stopa rasta kredita poduzećima tendirati prema stopi rasta proizvođačkih cijena, a stopa rasta kredita stanovništvu prema stopi rasta potrošačkih cijena. Postojana intervencija države kroz subvencije stambenih kredita potiče brži rast cijena na tržištu nekretnosti, što se potom prenosi na ubrzanje rasta stambenih kredita u odnosu na gotovinske. Povišena inflacija omogućava dužnicima realno obezvrjeđenje duga dok god je stopa inflacije viša od kamatne stope na kredit. Budući da stariji dio stanovništva pamti razdoblja visokih stopa inflacije u kojem su realno otplatili manji iznos zaduženja, to iskustvo potiče rast kredita i u sadašnjim uvjetima povišene inflacije. Nakon uvođenja eura kao službene valute u 2023. nestat će dio nekamatnih prihoda banaka koji se odnosi na usluge vezane uz tečajne razlike između kune i eura. No, ujedno će se smanjiti i rizici, što bi moglo produžiti tendenciju pada udjela neprihodujućih kredita u ukupnim. Hrvatsko bankarsko tržište nakon uvođenja eura produbit će integraciju u euro područje. Uz 7 većih banaka, od kojih se dvije spajaju u 2023. godini i 13 malih kreditnih institucija (12 banaka i jedna stambena štedionica), na tržištu je osnovana tek jedna podružnica inozemne banke. Očekuje se rast broja podružnica inozemnih banaka iz euro područja. Jednim dijelom zbog akvizicije lokalnih banaka i pretvaranja u podružnice banaka koje prethodno nisu imale licencirane prodajne jedinice na lokalnom tržištu. A drugim dijelom zbog pretvaranja postojećih banaka u podružnice.

Anton Starčević

Neizvjestan put do prekretnice na tržištima

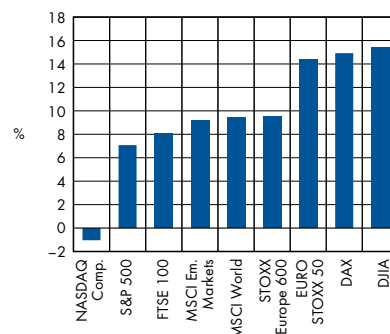
- **Negativna izvedba većine vodećih dioničkih indeksa u 2022.**
- **Fokus na retorici čelnika Fed-a i ESB-a, ali i makroekonomskim podacima**
- **Inflacija ostaje jedna od glavnih tema za pozicioniranje investitora**
- **Potencijalan oporavak dioničkih tržišta u drugoj polovini 2023.**

Brojni rizični čimbenici poput energetske krize, rekordne inflacije, zamjetno usporavanje vodećih svjetskih gospodarstava, zaoštavanje monetarne politike i geopolitičke tenzije rezultirali su zamjetnim padom dioničkih indeksa u protekloj godini s obje strane Atlantika. Američki indeks S&P 500 tako je u 2022. godini izgubio na vrijednosti 19,4% (izraženo u lokalnoj valuti tj. američkom dolaru), dok je EURO STOXX 50 imao tek nešto bolju izvedbu i zabilježio pad od 11,7% na godišnjoj razini. Uslijed i nadalje prisutne visoke neizvjesnosti na globalnim financijskim tržištima, krajem protekle godine izostao je tzv. uspon Djeda Mraza (eng. Santa Claus rally). Tijekom ove godine, a posebice u prvoj polovici 2023., ne isključujemo nastavak povišene volatilnosti na dioničkim tržištima s obje strane Atlantika. Tržišni dionici pozorno će pratiti signale iz realnog sektora i retoriku čelnika vodećih središnjih banaka (Fed, Europska središnja banka) u potrazi za novim smjernicama u kretanju monetarne politike i gospodarske aktivnosti na globalnoj razini.

S obzirom na intenzitet gubitaka na burzama tijekom protekle godine, izostanak eskalacije energetske krize u Europi (uslijed općenito toplije zime od prosjeka) i naznaka stabilizacije vodećih makroekonomskih indikatora, nameće se pitanje je li većina negativnih čimbenika već uračunata u cijene dionica odnosno je li najgora iza nas? U usporedbi s povijesnim kretanjima, čini se da su izgledno usporavanje globalnog gospodarstva u 2023., ali i trenutna geopolitička kriza (neizvjestan ishod rata u Ukrajini) velikim dijelom već visoko uračunati u cijene na dioničkim tržištima. Navedeno potvrđuje nedavna objava makroekonomskih prognoza od strane dužnosnika Svjetske banke. Naime, tržišni dionici nisu značajnije reagirali na primjetno snižavanje prognoze rasta svjetskog gospodarstva u 2023. u odnosu na očekivanja iz lipnja 2022. godine.

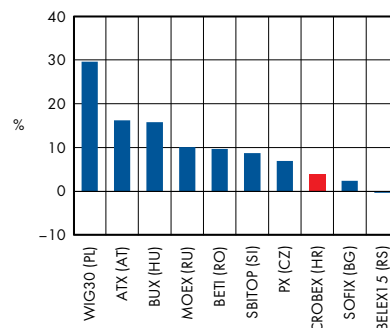
Usporavanje stopa inflacije s povijesno visokih razina unosi optimizam na tržišta. Objava podataka o inflaciji u SAD-u za prosinac 2022. poduprla je nade investitora da bi se Fed na predstojećem zasjedanju (31.1. i 1.2.) mogao odlučiti za sporiji tempo podizanja ključnih kamatnih stopa. Veliki broj investitora vjeruje da su dobri podaci o inflaciji u prosincu utrli put dužnosnicima Fed-a da se tempo podizanja kamatnih stopa smanji na 25bp. Istovremeno, stabilizacija i/ili poboljšanja vodećih makroekonomskih indikatora u odnosu na jesenske mjesece 2022. upućuju da je oporavak gospodarske aktivnosti izgledan prema kraju 2023. odnosno u prvoj polovini 2024. godine. Tijekom ove godine trebali bi ojačati potporni učinci od strane već sada primjetnog, postupnog pada cijena energije (nafta, prirodnog plina) i ublažavanja uskih grla u globalnim opskrbnim lancima. Stoga očekujemo da će zarade kompanija nastaviti uzlaznu putanju u drugom polugodištu 2023., nakon privremenog usporavanja u prvoj polovici ove godine. Time su opravdana naša očekivanja o poboljšanju izgleda za dionička tržišta tijekom ove godine, a pogotovo u drugoj polovini 2023. uslijed izglednog oporavka fundamenata. Iako bi se okruženje na globalnim dioničkim tržištima trebalo donekle poboljšati u usporedbi s 2022., ne možemo isključiti vjerojatnost da s tržišta ipak neće iščeznuti svi opterećujući čimbenici – poput povišenih cijena energije i geopolitičkih napetosti.

Svjetski indeksi – prinosi u 4. tromj. 2022.*



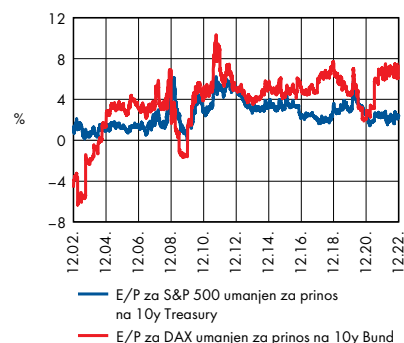
* u lokalnoj valuti na datum 30.12.2022. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Regionalni indeksi – prinosi u 4. tromj. 2022.*



* u lokalnoj valuti na datum 30.12.2022. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

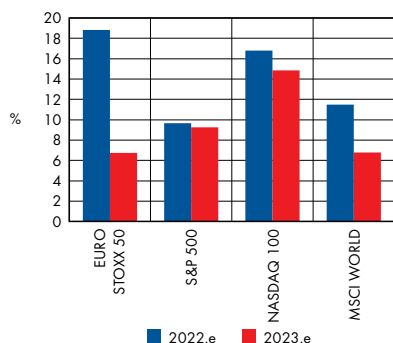
Vrednovanje dioničkog tržišta nasuprot prinosu na obveznice, u povijesnom kontekstu



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

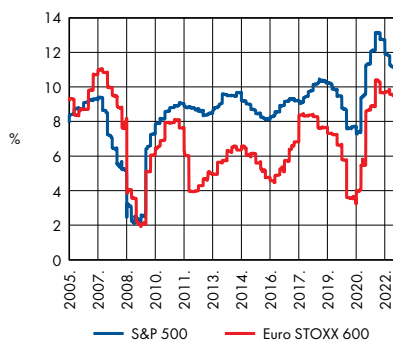


Očekivano kretanje dobiti kompanija sastavnica indeksa



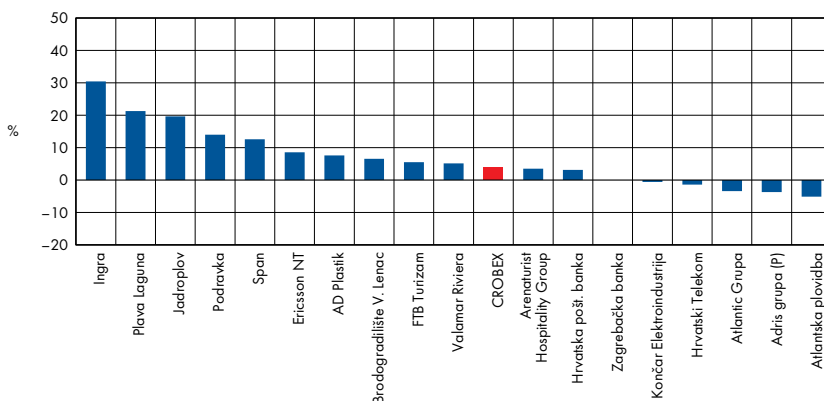
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Profitne marže kompanija sastavnica indeksa S&P 500 i Euro STOXX 600



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Povrati CROBEX sastavnica u 4. tromjesečju 2022. (dividende nisu uključene)*



* povrati izračunati na datum 30.12.2022. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Promatrajući do sada objavljene rezultate kompanija za 2022., možemo zaključiti da su profitne marže bile otporne obzirom da su kompanije mogle uspješno prebaciti veliki dio tereta rastućih ulaznih troškova na svoje kupce. Međutim, vrlo je vjerojatno da će se usporavanje globalne gospodarske aktivnosti i potezi središnjih banaka (u nastojanju da smanje inflaciju) odraziti na određeno prigušivanje potražnje, a to bi u kombinaciji s tekućim, visokim troškovima inputa i dodatnim troškom kroz povećanje plaća, moglo rezultirati pritiskom na profitne marže tijekom prvog polugodišta 2023. godine. Ipak, taj izgledan ali svakako ograničeni pritisak na marže ne bi trebao biti veliki teret za dionička tržišta obzirom da je isti već visoko anticipiran od strane investitora. Sektorski gledano, u kratkom roku preferiramo defanzivne sektore i fundamentalno podcijenjene dionice iako bi s odmicanjem prve polovice 2023. povećanje izloženosti prema dionicama iz cikličkih industrija moglo biti opravdano.

Kao većina svjetskih i regionalnih dioničkih indeksa, domaći je vodeći indeks CROBEX zaključio 2022. s negativnom izvedbom. Ipak, s obzirom na minus od tek 4,78% mogli bismo reći da se relativno dobro držao. Velikim je dijelom to odraz povoljnog makroekonomskog okruženja na krilima vrlo uspješne turističke sezone. Istaknuli bismo da je pozitivno ozračje na krilima potvrde ulaska Hrvatske u euro područje i anticipiranog ulaska u Schengen zonu imalo odjeka na izvedbu CROBEX-a u protekloj godini. Navedeno potvrđuje i solidan rast zabilježen u prvim tjednima ove godine. Ipak, dnevni volumeni trgovanja ostaju i nadalje na izrazito skromnim razinama.

Ulazak Hrvatske u euro područje i schengenski prostor približava zemlju korak bliže potencijalnom članstvu u Organizaciji za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD). Članstvo u OECD-u zasigurno bi dodatno utjecalo na percepciju investitora o premiji rizika Hrvatske. Stoga smo optimistični u pogledu dugoročnih izgleda za izvedbu na Zagrebačkoj burzi, iako se kao otegotni faktor nameće i dalje nezadovoljavajuća razina likvidnosti. Istovremeno, očekujemo da će Zagrebačka burza pratiti sentiment investitora na globalnim dioničkim tržištima tijekom 2023. godine. Pozitivan sentiment mogao bi prevladati u drugom polugodištu,

posebice ako se ostvare naša umjerno pozitivna očekivanja glede ovogodišnje turističke sezone. Pritom bi efekt visokih, prošlogodišnjih ulaznih cijena na poslovanje domaćih kompanija trebao s odmicanjem godine primjetno iščezavati. Naravno, uz pretpostavku zadržavanja cijena ulaznih inputa na trenutnim i/ili nižim razinama.

Silvija Kranjec

NGEU – dvije godine poslije

- Velike prilike i spora provedba
- EU sredstva – jedan od osnovnih stupova rasta u godinama pred nama

Kako bi potaknula i ubrzala koheziju među državama članicama EU ublažavanjem društvenih i gospodarskih posljedica pandemije COVID-19 i bolju pripremu EU za buduće izazove, posebice podupiranjem zelene i digitalne tranzicije u ve-
ljači 2021. stupio je na snagu Instrument za oporavak i otpornost (RRF). Gotovo dvije godine kasnije, implementacija i povlačenje sredstava sporo napreduje u većini država uz individualne prepreke, izazove i specifičnosti pojedinih članica EU. Prema podacima Europske komisije (EK) do siječnja 2023. alocirano je 93,5 milijardi eura bespovratnih sredstava i preko 45 milijardi eura kroz isplaćene zajmove, što je 28% od ukupno predviđene alokacije za bespovratna sredstva te 12% zajmova. Od zemalja unutar SIE regije (Rumunjska, Hrvatska, Bugarska, Slovačka, Slovenija, Mađarska, Poljska i Češka) do sada je kroz pred-financiranje i prvu i drugu ratu isplaćeno 17,3 mlrd eura bespovratnih sredstava što je gotovo 26% ukupne planirane alokacije.

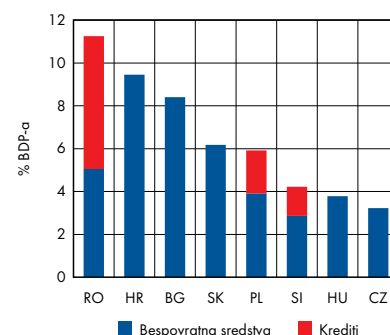
EK je krajem lipnja 2022. objavila ažuriranu alokaciju za zemlje članice. Prema novoj alokaciji Češka je jedina zemlja srednje i istočne Europe s povećanjem (od 8%), dok su Mađarska (–19%) i Rumunjska (–15%) među najvećim gubitnicima. Promatrano u apsolutnim iznosima, Hrvatska, s najvećom alokacijom po glavi stanovnika, među glavnim je gubitnicima, uz smanjenje ukupne alokacije bespovratnih sredstava za gotovo 800 mil eura (13%).

Dinamika povlačenja sredstava iz RRF-a odvija se neujednačeno. Prema podacima iz siječnja 2023. samo je Hrvatskoj isplaćena druga rata (700 mil eura), a Slovačka je predala u studenom 2022. zahtjev za isplatu 2. tranše sredstava. Od svih zemalja članica, druga je tranša isplaćena Italiji i Španjolskoj, a Španjolska je u studenom 2022. podnijela zahtjev za trećom ratom.

Maksimizirati povlačenje sredstava

U analizi dinamike i uspjehnosti povlačenja sredstava iz trenutno dostupnih programa, kako Instrumenta za oporavak i otpornost tako i aktualne financijske omotnice 2021. – 2027. treba uzeti u obzir i prijašnje programe čija sredstva su još uvijek dostupna za povlačenje do kraja 2023. Prema podacima EK iz siječnja 2023., od zemalja koje pratimo u ovom izvješću, Mađarska i Češka za sada su najuspješnije u povlačenju sredstava iz prošlog proračunskog razdoblja s gotovo 85% povučenih sredstava dok su Slovačka i Hrvatska s 70% odnosno 64% na začelju ljestvice. Navedeno ne iznenađuje budući da su upravo ove zemlje (uz Italiju) zabilježile najnižu apsorpciju i u prijašnjoj financijskoj perspektivi 2007. – 2013. Treba napomenuti kako je Hrvatska u periodu 2007. do ulaska u EU 1. srpnja 2013. koristila predpristupne fondove. Na kraju 2014.

RRF* alokacija



RRF – Recovery and Resilience Facility
Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja

Maksimalna alokacija bespovratnih sredstava po državi članici EU

	Za 70% dostupnih sredstava		Za 30% dostupnih sredstava		Ukupno
	Udio u ukupno raspoloživim sredstvima RRF za EU27	Iznos (mlrd EUR)	Udio u ukupno raspoloživim sredstvima RRF za EU27	Iznos (mlrd EUR)	Iznos (mlrd EUR)
BG	1,98%	4.637	1,02%	1.053	5.690
CZ	1,51%	3.538	4,00%	4.138	7.676
HR	1,98%	4.633	0,85%	879	5.512
HU	1,98%	4.640	1,13%	1.172	5.813
PL	8,65%	20.275	2,18%	2.252	22.527
RO	4,36%	10.214	1,85%	1.915	12.129
SI	0,55%	1.280	0,20%	211	1.491
SK	1,98%	4.644	1,32%	1.363	6.007
EU 27	100%	234.461	100%	103.508	337.969

* ažuriramo u lipnju 2022.
Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja

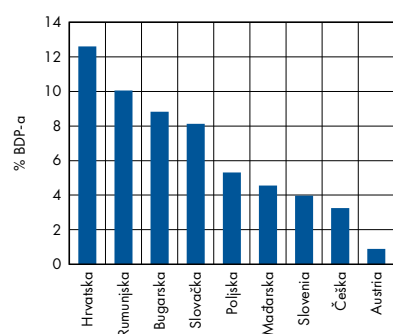


Procjena dostupnih EU sredstava do kraja 2023. *

EUR mlrd	Ukupno RFF	EU fondovi 2014. – 2020. * (povlačenje do kraja 2023.)	Ukupna alokacija 2014. – 2020.	Isplata (%)	Financijska omotnica 2021. – 2027. (kohezij. + poljopr.)	BDP, EUR mlrd	Prostalo 2014. – 2020. + 50% RFF	Prostalo 2014. – 2020. + 50% RFF, % BDP-a
Austrija	4,5	5,1	6,7	76,1	9,8	432,5	3,9	0,9
Bugarska	5,7	7,5	11,0	68,2	18,1	72,0	6,4	8,8
Hrvatska	5,5	7,5	12,1	62,0	13,8	58,3	7,4	12,6
Češka	7,7	21,0	25,8	81,4	29,7	265,5	8,7	3,3
Mađarska	5,8	22,7	27,2	83,5	34,4	162,3	7,4	4,6
Poljska	34,0	75,7	91,3	82,9	89,4	613,0	32,6	5,3
Rumunjska	27,0	24,8	35,2	70,4	51,3	238,0	23,9	10,0
Slovačka	6,0	10,9	16,6	65,7	17,6	106,8	8,7	8,1
Slovenija	2,2	3,5	4,5	77,1	5,1	53,8	2,1	4,0

*podaci do 16. siječnja 2023., odnosi se na ukupne isplate od EU
Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja

Procjena dostupnih EU sredstava do kraja 2023. *



*podaci do 16. siječnja 2023., preostala isplata 2014-2022+50% RFF
Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja

godine, znači jednu godinu prije završetka razdoblja povlačenja sredstava (zbog pravila n+2 koje je kasnije prošireno na n+3) stopa povlačenja za Slovačku bila je 61,7% dok je u slučaju Hrvatske ona iznosila tek 46% (SR_ABSORPTION_EN.pdf (europa.eu)). Zemlje članice s najnižom apsorpcijom bile su uključene u program EK "Task Force for Better Implementation" čija je namjera bila pomoći zemljama u povećanju povlačenja sredstava. Međutim, kako se kasnije pokazalo, određene zemlje opetovano zauzimaju nisko mjesto u apsorpciji sredstava, što jasno ukazuje na neriješene strukturne probleme u tim zemljama. Prema anketi koju je krajem 2017. EK provela u šest zemalja članica s najnižom razinom apsorpcije razlozi za to leže u kašnjenju u donošenju određenih pravnih akata i smjernica za operativne programe, usvajanju samih operativnih programa, kao i institucionalnim problemima poput duljeg od očekivanja trajanja procesa imenovanja odgovornih tijela, provjera od strane neovisnog revizorskog tijela, ex-ante uvjeta pri donošenju operativnih programa i sl. (Official Journal of the European Union (europa.eu)). Stoga, 2023. godina ostaje kao prilika u kojoj će države članice nastojati maksimizirati povlačenje odnosno završiti i realizirati planirane projekte. Ovo može djelomično objasniti i kašnjenje u povlačenju sredstava iz EU fondova aktivnih programa. Uz očekivanja kako će se do kraja 2023. maksimizirati povlačenja sredstava iz prijašnje financijske omotnice (2014. – 2020.), kada su u pitanju veliki projekti započeti u tom razdoblju i koji neće biti gotovi do kraja 2023., uredbe EK nude mogućnost podjele takvih projekata u 2 faze tzv. *faziranje*. Na taj se način projekt može realizirati kroz dva programska razdoblja. Zahtjev za podjelom projekata u dvije faze može se EK uputiti najkasnije do kraja rujna 2023.

Prepreke, trud, optimizam...

Tehnički dio povlačenja sredstava u okviru RRF-a, u pojedinim zemljama članicama, kasni ili je otežan dijelom zbog političke situacije (poput Slovenije koja je sredinom 2022. imala parlamentarne izbore i promjenu vlasti) dok je Bugarska kasnila sa samom predajom svog plana EK te je zbog toga izgubila predfinanciranje. Naime, države članice bile su pozvane da prijave svoje planove u pravilu prije 30. travnja 2021. ali su to mogle učiniti u bilo kojem trenutku do sredine 2022. Međutim, **uvjet za dobivanje predfinanciranja u iznosu od 13% ukupnog iznosa svog nacionalnog RRF-a je da provedbena odluka Vijeća bude usvojena do kraja 2021.** Pri tome Uredba RRF predviđa dva mjeseca za procjenu planova oporavka i otpornosti te za prevođenje njezinog sadržaja u pravno obvezujuće akte. S druge strane **Mađarska i Poljska jedine su zemlje EU-a koje još nisu**

dobile sredstva. Poljski RRF EK je odobrila u lipnju 2022. i od tada nema problema. Glavni problem kod obje države može se svesti na vladavinu prava. Obje zemlje su u gorućim raspravama s EU jer gospodarska kriza i stres na financijskim tržištima stvaraju dodatni pritisak za postizanje sporazuma. Trenutno je EU u jačoj pregovaračkoj poziciji nego u prošlosti, a svaki dobro osmišljen kompromis može imati puno pozitivnih aspekata za EU. Nakon žestokih rasprava mađarski Plan za oporavak i otpornost konačno je **odobren krajem studenog 2022.** (5,8 milijardi eura), a raniji prijedlog zadržavanja 65% sredstava iz tri kohezijska programa promijenjen je na 55% posto (umjesto 7,5 milijardi eura, 6,3 milijarde eura). Što je najvažnije, prijetnje da **Mađarska** može nepovratno izgubiti značajan iznos EU fondova više nema. Ipak, EK ima na raspolaganju dva važna instrumenta koji se mogu i vjerojatno će se koristiti za daljnji politički pritisak na mađarsku Vladu. Jedan se zove "enabling conditionality" prema kojem svako odstupanje od odredbe vladavine prava EU-a može rezultirati blokiranjem isplate EU fondova. Drugi je zadatak Mađarske da ispuni svih 27 super-mjera i reformi (uglavnom s fokusom na mađarski pravosudni sustav, ali i javnu nabavu i korištenje EU fondova). Prema najnovijoj evaluaciji EK (30. studenoga 2022.) napredak Mađarske još nije u potpunosti zadovoljavajući. Također u slučaju **Poljske** borba za dobivanje sredstava RRF-a postaje sve teža s odlukama koje se uskoro očekuju. Za razliku od Mađarske, u Poljskoj je stvarno oslobađanje sredstava povezano s provedbom ključnih točaka uključenih u RRF i odnose se, između ostalog, na pravosudni sustav — čija je reforma od 2015. bila ključna točka napetosti između Poljske i EU (osobito neovisnost pravosuđa). Više detalja u publikaciji [Wide Angle Shot: Will Hungary and Poland get \(full\) access to EU funds?](https://raiffeisenresearch.com) (raiffeisenresearch.com). U regularnim uvjetima, **Rumunjska** je trebala podnijeti zahtjev za drugu tranšu do listopada 2022. no kako određeni ciljevi i prekretnice uključeni u RRF nisu još bili ispunjeni, zahtjev je poslan tek sredinom prosinca 2022. Očekujemo kako ne bi trebalo biti prepreka za isplatu druge tranše. Međutim, u budućnosti bi to moglo biti otežano jer će se investicije uključene u RRF morati i učinkovito provoditi.

S druge strane, unatoč dosadašnjem relativno tromom i neučinkovitom povlačenju sredstava iz pretpripravnih fondova (81,1% do kraja 2016.) i prijašnjeg financijskog okvira EU (64% do siječnja 2023.), Hrvatska je u ovaj Instrument ušla prilično odlučno i spremno. **Hrvatski plan oporavka i otpornosti** odgovara i na dugotrajne poteškoće utvrđene u preporukama za Hrvatsku iz 2019. i 2020. te u Nacionalnoj razvojnoj strategiji do 2030. Plan sadržava ukupno 202 mjere, **146 ključnih ulaganja i 76 reformskih mjera**, koji se planiraju provesti do kraja 2026. Kroz pred financiranje i prvu ratu Hrvatskoj je isplaćeno 1,52 milijarde

RRF provedba

	BE	CY	DE	DK	EL	ES	FR	IT	LU	LT	LV	PT	SI	CZ	HR	AT	IE	SK	MT	RO	FI	EE	PL	HU	SE	BG	NL
27 NPOO dostavljeni EK																											
27 Komisija odobrila Planove																											
26 Provedbena odluka Vijeća o odobrenju ocjene NPOO-a																											
22 Isplaćeno predfinanciranje (EUR 56,56 mlrd bespovratnih sredstava i zajmova)																											
17 Potpisan Operativni sporazum za provedbu NPOO-a																											
18 Zahtjev za 1. ratom poslan Komisiji																											
11 Isplaćena 1. rata																											
6 Zahtjev za 2. ratom poslan Komisiji																											
3 Isplaćena 2. rata																											
2 Zahtjev za 3. ratom poslan Komisiji																											

Izvori: EK, Raiffeisen istraživanja



eura temeljem preduma te 34 pokazatelja ispunjena do kraja 2021. godine. Po ispunjavanju narednih 25 pokazatelja Hrvatska je u rujnu 2022. uputila i zahtjev za povlačenje druge tranše u visini od 700 milijuna eura koji je odobren od strane EK, a sredstva su isplaćena u prosincu 2022. Hrvatska je pokrenula niz važnih reformi, **ključna komponenta sredstava druge tranše usmjerena je na fiskalnu decentralizaciju**. Prema podacima iz Vlade u tijeku je intenzivan proces na provedbi 45 pokazatelja do kraja 2022. godine temeljem kojih bi se ostvarilo pravo na isplatu **treće tranše**, koja je usmjerena **na zdravstvo i obrazovanje**. Snažna politička volja za provođenjem reformi iz RRF-a trenutno je neupitna dok su rizici političke nestabilnosti ograničeni. Međutim, rizici projektnih kapaciteta i efikasne implementacije svih reformi i projekata nisu nestali te dalje ostaju kao uteg kod povlačenja kao i konačne realizacije pojedinih projekata.

i očekivanja...

Očekujemo kako će u srednjoročnom razdoblju hrvatsko gospodarstvo krenuti solidnim putem rasta, uz značajan zamah investicijske aktivnosti podržan upravo EU novcem iz svih dostupnih programa. Ipak, jednom kad EU sredstva u odnosu na BDP postanu nedovoljna za značajan učinak na rast preko učinka povećane potražnje ponovo će u fokus doći ono što se događa na strani ponude. Kao veliki izazov ostaje hoće li Hrvatska pametno iskoristiti sredstva na način da u ovom periodu djeluje i na čimbenike razvoja. A na toj strani javljaju se stare boljke, fundamentalni čimbenici razvoja kao što su produktivnost, konkurentnost, poduzetnost, inovativnost, vladavina prava i dr. nužni za dugoročno održiv rast. Očekujemo kako će u **Rumunjskoj** reforme u okviru RRF-a nastaviti učvršćivati predanost vlasti političkim reformama i fiskalnoj konsolidaciji. Tijekom 2023. – 2025., vjerujemo da će gospodarski razvoj Rumunjske biti uvelike ovisan o izvršenju ulaganja koja financira EU. Transferi EU-a u okviru RRF-a ovise o provedbi fiskalnih i političkih reformi u Rumunjskoj prema RRF-u. Stoga RRF smatramo važnim političkim sidrom koje može dati poticaj za poboljšanje fiskalne pozicije Rumunjske (u skladu s postojećom procedurom prekomjernog proračunskog manjka, EDP) i provođenje ključnih reformi institucionalnog okvira zemlje. Rumunjska ima neke od najnižih pokazatelja upravljanja unutar EU-a, s korupcijom i učinkovitošću Vlade kao specifičnim slabim točkama. Uz povećanu neizvjesnost iz vanjskog okruženja, visoku inflaciju i energetske tranzicije koja se nastavlja u 2023., i u **Slovačkoj** će ulaganja koja financira EU biti ključna za rast u nadolazećim godinama. Rizik ostaje apsorpcija EU sredstava s obzirom na to da je stopa apsorpcije zaostajala za usporedivim zemljama u financijskoj omotnici 2014. – 2020. Čini se kako u usporedbi s redovitim proračunom EU-a, povlačenje sredstava koje je povezano s ispunjenjem reformi u okviru RRF-a **povećava poticaj za reforme** na koje se Vlada obvezala kao preduvjet za ta sredstva. Jasno se to uočava i s zahtjevom za drugom tranšom koji je krajem listopada Slovačka uputila EK.

Kao i u svim zemljama članicama, posebice onima u okruženju koje su predmet ove analize očekivanja su velika, a optimizam kako će povećan priljev dodatnih EU sredstava podržati gospodarsku aktivnost i biti jedan od osnovnih stupova rasta u godinama pred nama ne posustaje, bez obzira na specifične prepreke, ograničenja i nedostatke s kojima se pojedine zemlje na tom putu susreću. To je osobito važno u trenutnim uvjetima visoke nesigurnosti, energetske krize i popratne inflacije koja urušava raspoloživi dohodak. Efikasna implementacija uvjetnih mjera i projekata značila bi tranziciju prema održivijem rastu i većoj otpornosti.

E. Sabolek Resanović

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

Petar Bejuk, ekonomski analitičar; tel: 01/61 74 024, e-adresa: petar.bejuk@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 21. siječnja 2022.

Publikacija odobrena od strane urednika: 30. siječnja 2022. u 10:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 30. siječnja 2022. u 11:00 sati

ISSN 1332-9391



Izjava o odricanju odgovornosti

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

Ekonomski i financijski istraživanja su organizacijska jedinica RBA.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

RBA objavljuje analize i vrednovanja financijskih instrumenata samostalno i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane RBI pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA. Analize se mogu odnositi na jednog izdavatelja ili više njih, te na financijske instrumente u njihovom izdanju.

Jedinstveni kriteriji za izdavanje preporuka i klasifikaciju rizika za dioničko tržište definirani su na način:

"Kupiti"/(Buy): za dionice koje imaju očekivani ukupni povrat od najmanje 10% (15% za dionice s visokim rizikom volatilnosti) i predstavljaju najatraktivnije dionice među svim našim dionicama koje analiziramo i vrednujemo za razdoblje od sljedećih 12 mjeseci.

"Držati"/(Hold): za dionice za koje očekujemo pozitivni povrat do 10% (do 15% za dionice s visokim rizikom volatilnosti) u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Smanjiti"/(Reduce): za dionice za koje očekujemo negativni povrat do -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Prodati"/(Sell): za dionice za koje očekujemo negativni povrat od preko -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

Ciljane cijene se temelje na izračunatoj fer vrijednosti dobivenoj pomoću metode usporednog vrednovanja ("peer" analize) i/ili metodom diskontiranog novčanog tijeka (DCF metodom). Detaljna pojašnjenja korištenih metodologija dostupna su na: <https://equityresearch.rbiinternational.com/concepts.php>

Prilikom objave analize, preporuka je određena koristeći gore definirane raspone. Privremena odstupanja od gore navedenih raspona ne dovode do automatske promjene preporuke nego će preporuka biti stavljena u razmatranje.

Mišljenja glede kretanja kamatnih stopa na tržištu novca Republike Hrvatske i kretanja cijena državnih obveznica izdanih u Republici Hrvatskoj temelje se na analizi kretanja tržišnih pokazatelja.

Ova publikacija nije ponuda ili osobna preporuka za kupnju ili prodaju financijskog instrumenta. Informacije iznesene ovdje ne sačinjavaju potpunu analizu svih materijalnih činjenica vezanih za izdavatelja, industriju ili financijski instrument. Ova publikacija može sadržavati očekivanja i izjave u pogledu budućeg razdoblja što uključuje rizike i neizvjesnosti, ali time ne jamči ostvarivanje budućih rezultata u bilo kojem pogledu koje su sukladno tome podložne promjenama. U skladu s tim, nijedno jamstvo ili tvrdnja, iskazana ili implicirana, nisu stvarni i ne treba se oslanjati na pravičnost, točnost, cjelovitost ili ispravnost informacija i mišljenja iznesenih u ovoj publikaciji.

RBA analitičari sudjeluju u izradi redovitih analiza koje objavljuje i distribuira RBI, a tiču se kompanija navedenih u nastavku zajedno s datumom objave inicijalne analize:

– Atlantic Grupa d.d. (8.6.2015.), Hrvatski Telekom d.d. (11.12.2007.), Podravka d.d. (3.3.2003.) i Valamar Riviera d.d. (17.12.2015.).

Pregled Raiffeisen preporuka:

	Kupiti	Držati	Smanjiti	Prodati	Ukinuto	Pod razmatranjem
Broj preporuka	1	3	0	0	0	0
% svih preporuka	25%	75%	0%	0%	0%	0%
Usluge invest. bankarstva	0	0	0	0	0	0
% svih usl. invest. bankar.	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Popis povijesnih preporuka za dionička tržišta, kamatne stope tržišta novca RH, hrvatske obveznice izdane na lokalnom tržištu i ostale preporuke dostupan je na linku: <http://www.rba.hr/istrazivanja/povijest-preporuka>

Napominjemo da RBA, s njom povezana društva i zaposlenici ili članovi organa upravljanja, kao i osobe koje su sudjele 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.

