

RBAAnalize

broj 88
travanj 2023.

Rast kamatnih stopa

- Investicije ublažavaju usporavanje
- Posustajanje inflacije
- ESB: Nadomak terminalne kamatne stope
- Izgledi kamatnih stopa poticaj dioničkim tržištima

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Dzielu

www.rba.hr



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Bez recesije, uz nastavak rasta troškova financiranja	5
---	---

Realni sektor, tržište rada

Bez recesije, uz umjereni rast	6
--------------------------------------	---

Platna bilanca

Visoke cijene energije vratile saldo tekućeg računa u negativno područje	8
--	---

Inflacija

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

Monetarna politika ESB-a

Ustrajnost inflatornih pritisaka, kolebljivost na financijskim tržištima	11
--	----

FED, EUR/USD

Podizanje referentnog kamatnjaka u SAD-u bliži se kraju?	13
--	----

Fiskalna politika i tržište duga

Stabilnost javnih financija, volatilnost na tržištima obveznica	14
---	----

Financijski sustav

Visoka razina kapitaliziranosti i likvidnosti kreditnih institucija	17
---	----

Tržište dionica

Rast optimizma na dioničkim tržištima	18
---	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
BDP i proizvodnja							
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	51.933	54.784	50.451	58.207	67.390	72.508	76.178
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	13.094	13.950	12.974	15.044	17.461	18.811	19.775
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	2,8	3,4	-8,6	13,1	6,3	1,6	2,5
Potrošnja kućanstava	3,3	4,1	-5,1	9,9	5,1	1,0	2,3
Bruto investicije u fiksni kapital	3,9	9,0	-5,0	4,7	5,8	6,5	6,0
Trgovina na malo, % promjena, realno ¹	3,8	3,6	-5,8	12,1	2,1	1,4	2,5
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena ¹	-1,0	0,5	-3,4	6,7	1,6	0,6	2,7
Cijene, nezaposlenost i proračun							
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	0,8	1,3	-0,7	5,5	12,7	2,7	3,0
%, prosjek	1,5	0,8	0,1	2,6	10,8	6,6	3,4
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	6,7	6,6	6,6
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	8,4	6,6	7,5	7,6	7,0	6,9	6,8
Prosječna neto plaća (EUR), pr	828	857	898	946	1.015	1.102	1.157
Realna promjena neto plaće, %	2,8	2,7	4,6	2,8	-3,5	1,9	1,6
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	0,0	0,2	-7,3	-2,5	0,4	-2,1	-2,4
Javni dug, mlrd. EUR, ESA 2010	38,0	38,9	43,9	45,6	46,1	48,6	50,5
% BDP-a	73,2	71,0	87,0	78,4	68,4	67,0	66,2
Bilanca plaćanja i dug							
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	26.070	28.194	20.955	29.117	40.309	43.317	46.709
% promjena	6,0	8,1	-25,7	38,9	38,4	7,5	7,8
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	26.512	28.399	24.505	30.699	44.111	48.526	52.475
% promjena	9,3	6,2	-13,7	25,3	43,7	10,0	8,1
Tekući račun platne bilance, % BDP-a	1,8	2,8	-0,5	1,8	-1,6	-2,1	-1,6
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ³	1.081	3.508	1.111	3.902	3.489	2.900	2.500
Noćenja turista, % promjena	4,0	1,8	-55,3	72,1	28,3	4,0	2,7
Inozemni dug, mlrd. EUR	42,8	40,6	41,3	47,2	49,6	50,9	52,2
Inozemni dug, kao % BDP-a ³	82,4	74,1	81,8	81,1	73,5	70,2	68,5
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ³	164,2	144,0	197,0	162,2	122,9	117,5	111,8
Financijski pokazatelji							
Devizni tečaj, kr, EUR/USD	1,15	1,12	1,22	1,14	1,07	1,12	1,15
pr, EUR/USD	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,09	1,14
Devizni tečaj, kr, EUR/CHF	1,13	1,09	1,08	1,04	0,99	0,99	1,02
pr, EUR/CHF	1,16	1,11	1,07	1,08	1,01	0,99	1,01
Plasmani, mil. EUR, kr	30.096	30.840	31.645	32.694	35.707	37.600	39.292
% promjena	3,3	2,5	2,6	3,3	9,2	5,3	4,5
Kamatne stope, kraj razdoblja							
Stalno raspoloživa mogućnost deponiranja ⁴	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	4,25	3,75
Mogućnost granične posudbe ⁴	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50	2,00	3,75	3,25
Euribor O/N	-0,36	-0,45	-0,50	-0,50	1,49	3,79	3,29
Euribor 1m	-0,36	-0,44	-0,55	-0,58	1,95	3,75	3,25
Euribor 3m	-0,31	-0,38	-0,55	-0,57	2,15	3,85	3,35
Euribor 6m	-0,24	-0,32	-0,53	-0,55	2,70	3,90	3,35
Euribor 12m	-0,10	-0,25	-0,50	-0,50	3,25	3,90	3,30
Kamatna stopa na trezorske zapise 12-mj., %, pr	0,09	0,08	0,06	0,02	0,25	3,30	2,90

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.	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
Češka	-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
Bugarska					
Hrvatska	-8,6	13,1	6,3	1,6	2,5
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.	2023.f	2024.f
Poljska	3,4	5,1	14,3	13,3	6,2
Mađarska	3,3	5,1	14,5	19,0	6,7
Češka	3,2	3,8	15,1	11,3	3,7
Slovačka	2,0	2,8	12,1	9,8	3,9
Slovenija	-0,1	1,9	8,8	5,9	2,8
SE	3,0	4,5	14,1	13,0	5,4
Rumunjska	2,6	5,1	13,8	10,4	5,1
Bugarska	1,7	3,3	15,3	9,5	3,5
Hrvatska	0,1	2,6	10,8	6,6	3,4
Srbija	1,6	4,0	11,9	11,2	6,3
BiH	-1,0	2,0	14,0	6,0	3,0
Albanija	1,6	2,0	6,7	4,8	2,8
JIE	1,8	4,1	13,2	9,4	4,6
Rusija	3,5	6,6	13,3	6,7	4,0
Ukrajina	2,7	9,3	20,0	20,2	15,3
Bjelorusija	5,5	9,5	15,2	12,4	11,0
IE	3,5	7,0	13,8	7,7	5,0
Austrija	1,4	2,8	8,6	7,0	3,5
Njemačka	0,4	3,2	8,7	6,5	2,9
Europodr.	0,3	2,6	8,4	5,2	2,7
SAD	1,2	4,7	8,0	4,0	2,5

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
Poljska	-2,3	2,1	4,5	3,0	2,6
Mađarska	-9,5	9,3	2,7	-5,2	2,2
Češka	-6,0	0,8	6,2	1,7	4,1
Slovačka	-10,8	0,2	6,5	8,0	-6,0
Slovenija	-8,2	12,3	8,0	4,3	4,0
SE	-5,1	3,1	4,9	2,0	2,2
Rumunjska	1,1	1,9	9,2	4,5	8,0
Bugarska	0,6	-8,3	-4,3	2,5	4,0
Hrvatska	-5,0	4,7	5,8	6,5	6,0
Srbija	-2,3	7,0	8,0	8,0	n.v.
BiH	-8,4	22,4	18,3	9,0	10,0
Albanija	-2,0	19,9	4,2	3,1	4,9
JIE	-0,7	2,8	6,5	4,9	n.v.
Rusija	-4,4	9,1	5,2	-4,0	1,0
Ukrajina	-24,4	9,3	-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	-0,7	0,1	3,5
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Europodr.	-6,4	3,9	3,8	-1,0	3,5
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
Poljska	56,8	52,5	50,8	52,3	n.a.
Mađarska	79,6	76,8	72,3	67,5	65,6
Češka	37,7	42,0	44,2	45,7	46,3
Slovačka	58,9	62,2	58,3	55,5	55,8
Slovenija	79,8	74,7	69,8	67,6	66,5
SE	57,1	55,5	53,8	54,0	n.v.
Rumunjska	46,9	48,6	47,2	47,8	48,1
Bugarska	24,5	23,9	21,8	21,5	n.v.
Hrvatska	87,0	78,4	68,4	67,0	66,2
Srbija	58,4	56,4	56,1	55,6	55,7
BiH	36,1	34,0	30,3	29,2	28,5
Albanija	74,5	73,2	65,9	63,9	61,7
JIE	49,7	49,2	46,5	46,4	n.v.
Rusija	17,6	15,5	n.v.	n.v.	n.v.
Ukrajina	60,4	49,0	82,8	92,7	n.v.
Bjelorusija	38,6	33,0	37,1	32,6	n.v.
IE	22,3	19,3	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	82,9	82,3	78,5	82,4	74,0
Njemačka	68,0	68,6	67,6	67,3	66,5
Europodr.	97,0	95,4	91,9	90,7	89,9
SAD	131,8	127,1	122,1	121,9	122,8

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
Poljska	58,1	56,0	n.v.	n.v.	n.v.
Mađarska	79,8	82,5	79,4	74,4	72,8
Češka	76,2	75,3	67,4	60,0	n.v.
Slovačka	118,7	115,6	108,5	101,7	98,4
Slovenija	102,7	94,2	83,5	78,3	74,8
SE	72,4	70,8	n.v.	n.v.	n.v.
Rumunjska	57,5	56,6	49,8	48,2	47,8
Bugarska	63,9	58,5	51,9	49,6	n.v.
Hrvatska	81,8	81,1	73,5	70,2	68,5
Srbija	68,4	75,4	70,5	66,0	63,2
BiH	64,4	60,5	54,1	51,2	50,8
Albanija	64,4	63,3	52,3	48,1	46,6
JIE	62,8	62,1	55,1	52,7	n.v.
Rusija	31,6	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Ukrajina	80,3	65,0	86,7	93,5	n.v.
Bjelorusija	68,8	62,1	60,3	56,4	n.v.
IE	37,4	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Europodr.	135,6	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjeak)

	2020.	2021.	2022.	2023.f	2024.f
Poljska	4,44	4,56	4,70	4,75	4,65
Mađarska	351,2	358,5	391,1	404,8	415,0
Češka	26,46	25,64	24,56	24,03	24,39
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	4,94	4,99
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
Hrvatska	7,54	7,53	7,54	1,0	1,0
Srbija	117,58	117,60	117,50	117,50	117,75
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	123,77	122,67	117,50	113,30	111,80
JIE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Rusija	82,7	87,2	72,3	79,8	85,6
Ukrajina	30,8	32,3	34,0	44,6	48,1
Bjelorusija	2,79	3,02	2,76	3,12	3,52
IE	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Europodr.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
SAD	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05

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-
Bugarska	BBB	Baa1	BBB
Hrvatska	BBB+	Baa2	BBB+
Srbija	BB+	Ba2	BB+
BiH	B	B3	NR
Albanija	B+	B1	NR
JIE			
Rusija	NR	NR	NR
Ukrajina	CCC	Ca	CC
Bjelorusija	SD	Ca	RD
IE			
Austrija	AA+	Aa1	AA+
Njemačka	AAA	Aaa	AAA
Europodručje			
SAD	AA+	Aaa	AAA

Bez recesije, uz nastavak rasta troškova financiranja

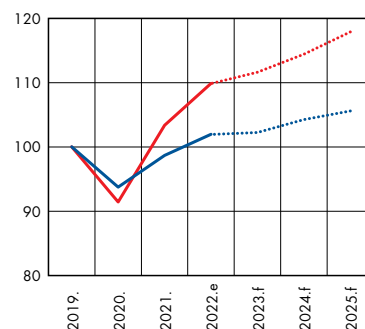
Hrvatska, ali i Europa, izbjegla je recesiju na prijelazu iz 2022. u 2023. godinu. Ipak nastavak rata u Ukrajini, neizvjesnost energetske situacije u Europi te povremene krize na financijskim tržištima upozoravaju na krhkost nešto optimističnijih izgleda.

Podaci za Hrvatsku potvrdili su tromjesečni rast u zadnjim mjesecima prošle godine uz solidan doprinos investicija. Time su ohrabrena očekivanja da će ova sastavnica bruto domaćeg proizvoda ublažiti usporavanje gospodarske aktivnosti koje će biti neizbježno u 2023. Prvi pokazatelji na početku 2023. sugeriraju nastavak rasta i na tromjesečnoj i na godišnjoj razini, ali slabijim intenzitetom. Potrošački optimizam, trgovina na malo pa posljedično i osobna potrošnja još uvijek su pod teretom razmjerno visoke inflacije. Rast potrošačkih cijena dosegno je vrhunac u studenom 2022. te od tada polagano, ali postojano posustaje s izglednim nastavkom silaznog trenda i narednih tromjesečja. Ipak, kreatori monetarne politike posebni naglasak stavljaju na temeljnu stopu inflacije ili onu koja isključuje volatilne cijene hrane i energije. Temeljna inflacija u europodručju doseže nove povijesne vrijednosti te odražava s jedne strane još uvijek prisutan prijenos rasta proizvođačkih na potrošačke cijene te s druge strane snažnu potražnju za dobrima, a osobito uslugama. U Hrvatskoj se temeljna inflacija posljednjih mjeseci kreće blizu dvoznamenkastih vrijednosti. Uz navedene čimbenike, posljedica je to i snažnog tržišta rada koje je obilježeno pritiscima na rast plaća, padom nezaposlenosti, rastom zaposlenosti te prije svega manjkom radne snage. Uz to, izdašne mjere fiskalne politike, koje uglavnom nisu ciljane već su usmjerene na široki krug korisnika, dodatan su poticaj inflaciji. Nositelji mjera fiskalne politike vjerojatno su ohrabreni izdašnim proračunskim prihodima, umjerenim manjkom u državnoj blagajni te padom udjela javnog duga u BDP-u. Relativni pokazatelj stanja javnog duga pod jakim je utjecajem rasta nominalnog BDP-a jer on osim snažnije realne aktivnosti odražava uvelike rast cijena. Učinak rasta kamatnih stopa u statistici javnih financija događa se s izvjesnim odmakom, a učinak inflacije (višeg deflatora) u realnom vremenu pa u kratkom roku fiskalna metrika izgleda povoljno te zamagljuju izazove i rizike za srednjoročno i dugoročno razdoblje.

U uvjetima razmjerno "tvrdoglavo visoke" temeljne inflacije realno je očekivati nastavak podizanja referentnih kamatnih stopa Europske središnje banke i na nadolazećim sastancima tijekom svibnja i lipnja (možda čak i u srpnju), a sve u cilju obuzdavanja inflatornih očekivanja i pritisa. Transmisija mjera monetarne politike odnosno prijenos viših ključnih kamatnih stopa, koji se već dogodio na financijskim tržištima, sve se snažnije osjeća i na kamatnim stopama poslovnih banaka. Iako bi visoke kamatne stope trebale imati globalno nepovoljan učinak na rezultate poslovanja kompanija u tekućoj godini, optimistični smo oko rezultata poslovanja u 2024., a dionička tržišta su uvijek više orijentirana na budućnost. Stoga smatramo da više čimbenika govori u prilog dobroj izvedbi dioničkih tržišta do kraja godine, dok bi u tromjesečnoj perspektivi još moglo biti pojačane volatilnosti.

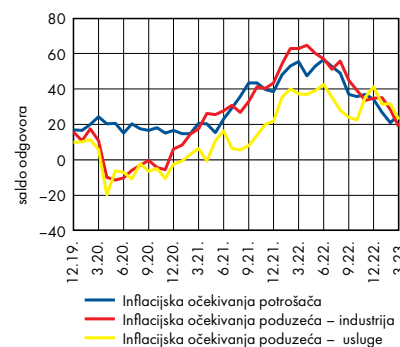
Zagrebačka burza je izvedbom bila jedan od pobjednika od početka godine, a smatramo da bi pozitivni učinci ulaska u europodručje i Schengen i dalje mogli biti poticajan faktor, unatoč činjenici da su ti čimbenici već velikim dijelom uračunati u cijene. Podržavajući faktori za ZSE svakako su i još jedna očekivano dobra turistička sezona te investicije financirane europskim sredstvima.

Realni BDP (2019. = 100)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Inflacijska očekivanja



Napomena: Očekivanja potrošača odnose se na razdoblje od dvanaest mjeseci unaprijed, a poduzeća na tri mjeseca unaprijed. Izvor: Ipsos, HNB

Kamatne stope, kraj razdoblja, %

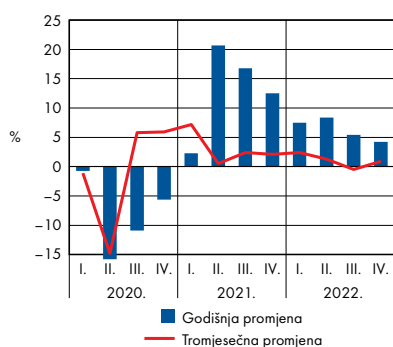
	24.4.23.	II.23.	IV.23.	IV.24.
Glavna operacije ref. *	3,5	4,0	4,3	3,8
Depozitna stopa*	3,0	3,5	3,8	3,3
Euribor 3m	3,2	3,6	3,9	3,4
Euribor 6m	3,5	3,7	3,9	3,4
Euribor 12m	3,7	3,8	3,9	3,3

* kod Europske središnje banke
Izvori: ESB, RBI/Raiffeisen istraživanja

Bez recesije, uz umjereni rast

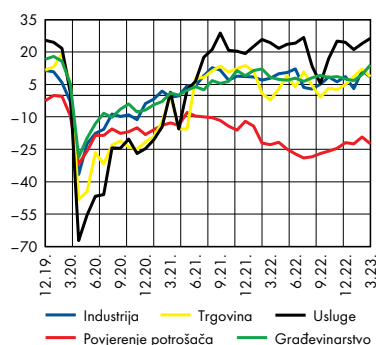
- Godina neizvjesnosti i opreza
- Uz stabilno tržište rada

BDP, realna promjena



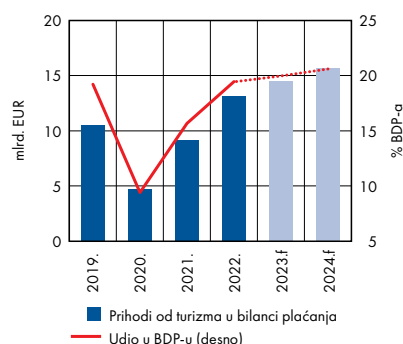
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Indeksi povjerenja



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizma



Izvori: HTZ, Raiffeisen istraživanja

Hrvatska je u posljednjem tromjesečju 2022. izbjegla (tehničku) recesiju. Štoviše, gospodarska aktivnost u odnosu na razdoblje od srpnja do rujna zabilježila je rast od 0,9%, dok je godišnja stopa rasta usporila na 4%. Pod teretom visoke inflacije, neizvjesnosti i poljuljanog optimizma potrošača posljednje tromjesečje 2022. donijelo je zamjetno usporavanje rasta osobne potrošnje (1,3%), ubrzanje rasta državne potrošnje (6,8%) te snažan rast investicija (9,6%). Doprinosi neto inozemne potražnje bio je blago negativan zbog snažnijeg rasta uvoza od izvoza (14,6% naspram 14,2%).

U cjelini Hrvatska je 2022. zaključila s realnim godišnjim rastom od visokih 6,3%. Time smo u 2023. zakoračili na razinama gotovo 10 posto većim no prije početka pandemije u proljeće 2020.

Podaci dostupni za prvo ovogodišnje tromjesečje daju nam mješovitu sliku. Indeksi poslovnog optimizma uspijevaju se zadržati iznad dugoročnog prosjeka, dok se optimizam potrošača unatoč poboljšanjima u prva dva mjeseca tijekom ožujka ponovno spustio ispod prosječne dugoročne vrijednosti. Umjereno pozitivna kretanja u raspoloženju potrošača na samom početku godine valja pripisati usporavanju rasta potrošačkih cijena te nižim inflatornim očekivanjima. Uz to, očekivanja glede ovogodišnje turističke sezone ostaju optimistična, a tržište rada otporno čak i u uvjetima zamjetnog usporavanja realnog sektora. Ipak, industrijska proizvodnja od studenog bilježi godišnje stope pada čak i unatoč pozitivnim mjesečnim promjenama (uglavnom u području proizvodnje energije). Realan promet u trgovini na malo tijekom siječnja i veljače stagnirao je u odnosu na podatke za posljednje tromjesečje 2022. te je tako na godišnjoj razini uspijevao zadržati blago pozitivnu realnu promjenu. Naposljetku, unatoč smanjuju obujma građevinskih radova u odnosu na prethodne mjeseci, aktivnosti u djelatnostima građevinarstva nastavljaju bilježiti solidne godišnje stope rasta i na samom početku ove godine.¹

I dalje ostajemo optimistični glede ovogodišnjih rezultata u turizmu unatoč još uvijek razmjerno visokim inflatornim pritiscima diljem Europe. Sklonost putovanjima i dokolici, iako ponešto smanjena, ostaje prisutna, a blizina hrvatskog tržišta te prepoznatljiva i rastuća kvaliteta ponude omogućavat će ostvarenje dobrih rezultata i u 2023. K tome, ulazak u schengenski prostor i euro čimbenici su koji idu u prilog pozitivnim očekivanjima jer olakšavaju razmjenu usluga i smanjuju transakcijske troškove.

Tržište rada pokazuje otpornost i na početku godine s uobičajenim padom nezaposlenosti i rastom zaposlenosti prema kraju prvog tromjesečja. Očekujemo nastavak sezonskog kretanja i stope nezaposlenosti i zaposlenosti, ali nešto blažim intenzitetom nego prethodnu godinu jer bi gospodarska aktivnost trebala usporiti, osobito prema kraju godine. U međuvremenu potražnja za radom ipak ostaje snažna što potvrđuje i rast OVI indeksa² od 5,3% u prvom ovogodišnjem tromjesečju u odnosu na posljednje tromjesečje 2022. Međutim, smatramo da će već

¹ Podatak o obujmu građevinskih radova dostupan je samo za siječanj.

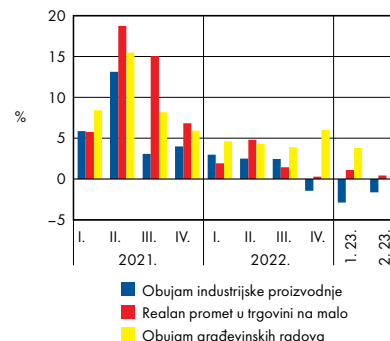
drugo ovogodišnje tromjesečje donijeti usporavanje koje će osobito biti vidljivo u drugoj polovici godine. Plaće u nominalnom izrazu nastaviti će rasti po razmjerno visokoj stopi, ali zbog i dalje razmjerno visoke inflacije očekujemo vrlo skroman rast realnih. Prve naznake blagog, ali ipak pozitivnog rasta realnih plaća zabilježene su na početku godine. Osim administrativnog povećanja minimalnih plaća, manjak radne snage i snažni inflatorni pritisci podržavaju daljnji pritisak na rast plaća.

Uz izvoz roba koji je pod utjecajem slabijeg rasta kod glavnih vanjskotrgovinskih partnera, druga sastavnica BDP-a koja bi trebala zamjetno usporiti je osobna potrošnja. Dijelom je to uobičajeno nakon dvije godine snažnog rasta, ali dodatne razloge nalazimo u nastavku razmjerno snažnih inflatornih pritisaka, rastu troškova zaduživanja te visokoj neizvjesnosti glede budućih kretanja. Potonje svakako umanjuje i potencijale privatnih investicija. S druge strane, javne investicije koje se planiraju financirati raspoloživim europskim sredstvima (u iznosu 4 mlrd. eura ili 5,5% BDP-a) trebali bi ublažiti snažnije usporavanje gospodarstva. Uz realizaciju istih i ostvarenje projekcija glede izvoza usluga, stopa rasta gospodarstva Hrvatske mogla bi premašiti 1,5%. Od dodijeljenih 1,3 mlrd. eura iz Fonda solidarnosti Hrvatska je potrošila oko 800 milijuna eura uglavnom na obnovu javnih zgrada u potresu pogođenim područjima. S druge strane zaostaje financiranje privatne stanogradnje. Budući da je krajnji rok za potrošnju preostalih sredstava kraj lipnja ove godine, možemo očekivati ubrzanje investicije financirane iz ovog Fonda. U okviru NPOO-a dosada je povučeno 2,2 mlrd. eura od ukupno 5,5 mlrd. pomoći, a tijekom 2023. planiraju se ispuniti i dodatna mjerila za slijedeće dvije tranše ukupne vrijednosti preko 1 mlrd. eura. Vlada je također najavila i korištenje povoljnih zajmova u okviru NGEU. Stoga smatramo da će investicije i tijekom 2024. biti važan čimbenik rasta. I dok novčanih sredstava ne manjka, ostaje za vidjeti programsku implementaciju i provedbu projekata u uvjetima poraslih troškova i manjkova na tržištu rada. Kako jačanje investicijske aktivnosti implicira i jačanje uvoza (osobito kapitalnih dobara) uz solidnu turističku sezonu čak i uz izostanak snažne osobne potrošnje uvoz roba umanjiti će pozitivne učinke izvoza. Stoga tijekom 2023. ali i 2024. očekujemo neto negativan doprinos neto inozemne potražnje. Na strani ponude očekujemo jači doprinos građevinarstva, solidan doprinos svih djelatnosti oslonjenih na turizam te nastavak umjereno pozitivnih trendova u djelatnostima informacija i telekomunikacija. Industrija će se naći pod pritiskom još uvijek visokih ulaznih troškova i smanjene potražnje.

Rizici naših projekcija leže u vanjskom okruženju, razvoju ekonomske situacije kod glavnih vanjskotrgovinskih partnera, kretanjima na svjetskim tržištima (energija i sirovina) te odgovoru nositelja ekonomske politike na može bitne poremećaje. Od lokalnih čimbenika najznačajnije je pratiti provedbu projekata NPOO, ali ne samo u smislu investicija već i u ispunjenju mjera za povlačenje sredstava jer one predstavljaju temelj za potencijalno veći i održiviji rast. Naime, strukturni izazovi (problemi) vezani osobito za učinkoviti državni i javni sektor, nepovoljni demografski trendovi te ogromne regionalne razlike nisu nestale u dvije godine iznimno visokog rasta.

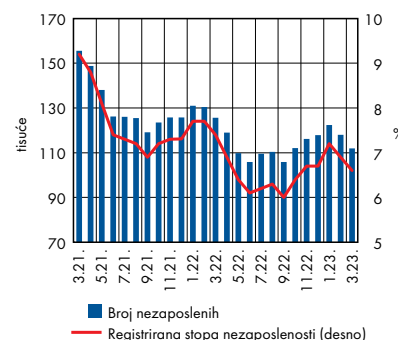
Zrinka Živković Matijević

Visokofrekventni pokazatelji, godišnje promjene



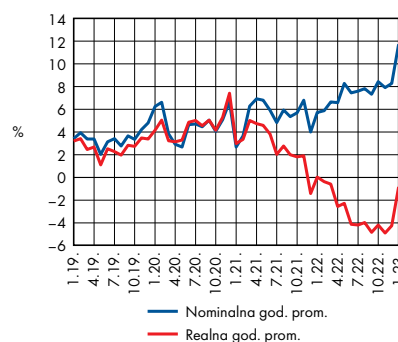
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Kretanje prosječnih neto plaća



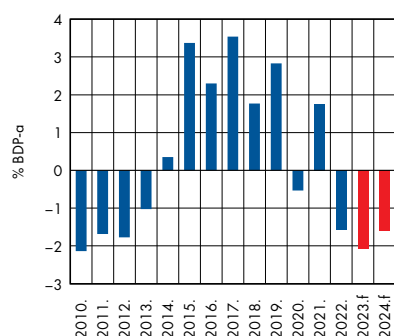
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

2 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)

Visoke cijene energije vratile saldo tekućeg računa u negativno područje

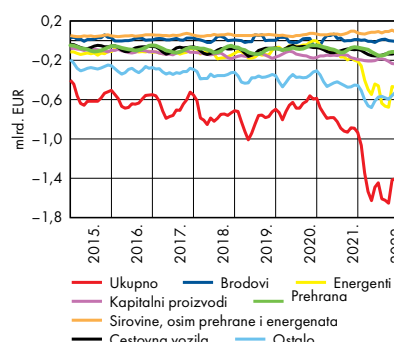
- Pogoršanje robne bilance
- Uobičajeno pozitivan doprinos s računa usluga, ali i EU transfera

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



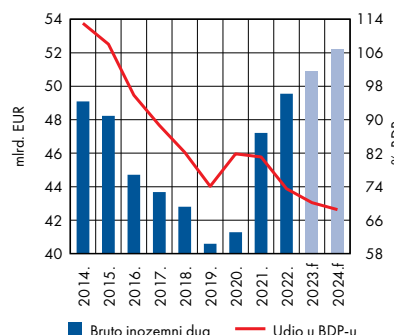
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Saldo robne razmjene *



* tročlani pomični prosjeci mjesečnih podataka
Izvori: HNB, DZS, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Nakon pozitivnog rezultata u 2021. godini, saldo na tekućem računu platne bilance vratio se u 2022. u negativno područje kao posljedica zamjetnog pogoršanja na računu roba. S druge strane snažan rast međunarodne razmjene usluga (turizam) značajno je ublažio nepovoljne trendove.

Snažno povećanje vanjskotrgovinskog manjka obilježilo je odnose Hrvatske s inozemstvom tijekom 2022., a sve kao posljedica snažnog povećanja neto uvoza energenata, najprije zbog izrazitog rasta cijena tijekom 2021. što je dodatno pojačano ratom u Ukrajini. U četvrtom tromjesečju 2022. manjak u platnoj bilanci na računu roba porastao je na 4,4 milijarde eura (+43% na godišnjoj razini). U nepovoljnom i izazovnom okruženju, snažan rast viška na računu usluga (+48% godišnje u posljednjem tromjesečju 2022.) i značajan rast ukupnog viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija tek su djelomično uspjeli ublažiti negativna kretanja na računu roba i spriječili dublji manjak na tekućem računu. Uz iznimna ostvarenja u turizmu, posebice u ljetnim mjesecima, **prihodi od turizma premašili su u 2022. godini rekordnih 13 milijardi eura što je 24,4% više u odnosu na pretpandemijsku 2019. godinu.** Takav rezultat djelomično je odraz učinka snažnog rasta cijena. Zamjetan rast ukupnog viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija rezultat je rekordno visokih isplata iz EU fondova krajnjim korisnicima. Na razini cijele 2022. godine **ukupni saldo na tekućem i kapitalnom računu pogoršao se na 1% BDP-a (sa 4,2% u 2021.),** dok je manjak na tekućem računu pao na -1,6% BDP-a.

U ovoj godini očekujemo zadržavanje salda na tekućem računu u negativnom području. Glavni pokretač pozitivnih kretanja bit će očekivani daljnji rast prihoda od turizma i rast neto priljeva sredstava iz proračuna EU. U ovoj godini očekujemo vrhunac isplata sredstava iz EU fondova jer je 2023. posljednja godina za isplate sredstava iz financijske omotnice 2014. – 2020. i sredstava iz Europskog fonda solidarnosti za sanaciju potresom pogođenih područja. Osim toga, očekujemo značajne učinke intenziviranja korištenja sredstava iz programa NGEU. Naša očekivanja o još jednoj uspješnoj turističkoj sezoni temeljena su na pozitivnim ostvarenjima turističkih pokazatelja na početku godine te turističkim rezervacijama za središnji dio turističke sezone. S druge strane, rast troškova kamata na inozemni dug, uz daljnje pogoršanje na računu roba (jer bi inozemna potražnja trebala usporiti), kao i veći profiti banaka i kompanija u stranom vlasništvu djelovat će u suprotnom smjeru.

Na kraju 2022. godine **bruto inozemni dug iznosio je 49,6 mlrd. eura ili 73,5% BDP-a.** U apsolutnom izrazu to je za 2,3 mlrd. eura više nego na kraju 2021. čemu je najviše pridonio rast bruto inozemne zaduženosti države i kreditnih institucija. Ipak, zbog snažnog rasta nominalnog BDP-a tijekom prošle godine, relativni se pokazatelj inozemne zaduženosti u istom razdoblju poboljšao za čak 7,6 postotnih bodova. U 2023. očekujemo nastavak poboljšanja relativnog pokazatelja bruto inozemne zaduženosti prema razini od 70% BDP-a.

Elizabeta Sabolek Resanović

U očekivanju umjerenijeg rasta potrošačkih cijena

- Usporavanje rasta potrošačkih cijena
- ... ali i razmjerno visoka temeljna inflacija

Godišnja stopa rasta potrošačkih cijena zadržala se i tijekom prvog ovogodišnjeg tromjesečja u dvoznamenkastom teritoriju, ali s tendencijom laganog usporavanja. Uz navedeno, na samom početku godine došlo je i do pada percepcije inflacije te inflacijskih očekivanja. Na smanjenje percipirane inflacije najviše je utjecalo smanjenje cijena energije, što je nadmašilo možebitni negativan učinak konverzije cijena iz hrvatske kune u euro. Rezultati preliminarne analize Europske središnje banke i Hrvatske narodne banke¹ o utjecaju uvođenja eura na cijene pokazuju da je on bio relativno blag te da je iznosio 0,4 postotna boda.

Doprinos rastu potrošačkih cijena polagano se mijenja na način da se smanjuje utjecaj energije dok raste utjecaj cijena usluga. Navedeno zrcali učinak baznog razdoblja (budući da su cijene energije prve započele s rastom), ali i intervenciju države na maloprodajne cijene energije i naftnih derivata. Isto tako rast cijena usluga ubrzava uz posljedično sve veći doprinos općoj razini cijena. Posljedica je to većih ulaznih troškova uz istovremeno postojanu i razmjerno snažnu potražnju. Doprinos hrane koja je i najznačajnija u potrošačkoj košarici ostaje razmjerno visok. Samo **u prvom tromjesečju kada je prosječan godišnji rast potrošačkih cijena iznosio 11,8 posto** doprinos ove sastavnice potrošačke košarice iznosio je 4,1 postotnih bodova. Relativno značajan utjecaj hrane može se očekivati barem do polovice 2023. nakon čega bi on mogao lagano jenjavati. Na stabilizaciju cijena hrane upućuje i nastavak pada FAO indeksa cijena hrane dvanaesti uzastopni mjesec nakon što je u ožujku 2022. dosegnuo svoju povijesno najvišu vrijednost.²

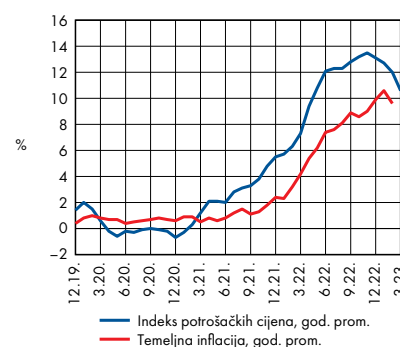
Vlada je u ožujku donijela još jedan, **treći paket mjera za ublažavanje energetske krize vrijedan 1,7 mlrd. eura ili 2,5% BDP-a**. Glavnina posljednjeg paketa ili 1,1 mlrd. eura odnosi se na izravne mjere obuzdavanja rasta cijena električne energije i plina čije cijene ostaju zamrznute do kraja rujna odnosno u slučaju plina početka travnja 2024. Stoga ne iznenađuje da će glavinu troška preuzeti HEP dok je utjecaj na proračun procijenjen na oko 1 posto BDP-a. Ostaju zamrznute i cijene određenih prehrambenih proizvoda, a nije izostao ni paket socijalnih mjera.

I dok će osnovna stopa inflacije prema kraju godine zamjetno opadati i u posljednjem tromjesečju dosegnuti razinu oko 3 posto, **temeljna stopa inflacije**, koja isključuje energiju, hranu, pića i duhan, mogla bi se kao i u mnogim europskim državama tvrdoglavo zadržavati na povišenim razinama. S jedne strane, prijenos od proizvođačkih cijena na potrošače događa se s vremenskim odmakom i

¹ Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia? (europa.eu)

² FAO indeks cijena hrane koji prati mjesečne promjene globalnih cijena košarice prehrambenih proizvoda smatra se pokazateljem buduće inflacije i troškovnih trendova u prehrambenoj industriji. Ipak, pri formiranju konačne cijene prehrambenih proizvoda treba u obzir uzeti i duge troškove poput troškova energije, transporta, rada te činjenicu da su mnoge ulazne cijene ugovorene u prethodnom razdoblju. Indeks se sastoji od prosjeka 5 podindeksa cijena robnih grupa za meso, mliječni proizvodi, žitarice, biljno ulje i šećer. U konačnici u ukupni indeks su uključene 73 kotacije na svjetskim tržištima hrane.

Inflacija, godišnja promjena



Izvori: DZS, HNB, Raiffeisen istraživanja

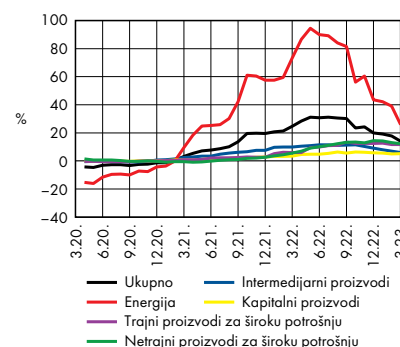
Doprinosi godišnjoj stopi inflacije u 1. tr. 2023.



*Prosječna godišnja stopa inflacije u 1. tr. 2023. iznosila je 11,8%

Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Proizvođačke cijene *, godišnja promjena



*na domaćem tržištu

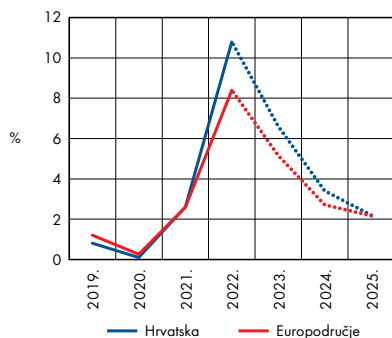
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Razina usklađenosti cijena u 2022. (EU=100)

	Opća razina cijena	Hrana i bezalkoholna pića	Restorani i hoteli	Energija
Austrija	110,2	106,4	117,1	107,1
Njemačka	107,3	105,2	104,1	118,1
euro područje	105,1	103,5	101,6	108,5
Slovačka	92,1	101,2	95,0	69,4
Slovenija	88,1	100,7	88,4	80,8
Češka	83,2	93,8	75,2	85,8
Hrvatska	72,4	101,0	85,6	53,5
Mađarska	72,1	97,5	67,2	41,7
Poljska	62,2	74,4	83,9	66,8

Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja inflacije



Izvori: RBI/Raiffeisen istraživanja

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

Godina	1. tr.	2. tr.	3. tr.	4. tr.	Godišnji prosjek
2023.	81,4	85,0	97,0	97,0	90,1
2024.	80,0	85,0	90,0	85,0	85,0
2025.	75	75	75	75	75

Izvori: Refinitiv, RBI/Raiffeisen RESEARCH

smatramo da još uvijek nije završio. S druge strane, potražnja je i dalje jaka i postojana, a u slučaju Hrvatske prostora za konvergenciju cijena prema europskom prosjeku ima u nizu proizvoda, osobito usluga. Raspoloživi dohodak, unatoč još uvijek razmjerno snažnoj inflaciji, podržava rast plaća koje bi za razliku od realnog pada u 2022. tijekom 2023. ipak trebao zabilježiti realan rast. Prognoza rasta potrošačkih cijena je izložena negativnim rizicima, odnosno postoji mogućnost da bude i viša. Ostaje neizvjesno kako će se razvijati energetska situacija u Europi (i Hrvatskoj) te hoće li Vlada nastaviti štiti cijene goriva osobito u kontekstu najnovije odluke država članica OPEC-a i Rusije da smanje proizvodnju sirove nafte. Od lokalnih specifičnosti zamjetno je da se transmisija monetarne politike, prijenos viših kamatnih stopa središnje banke na troškove zaduživanja u Hrvatskoj događa još uvijek manjim intenzitetom nego u drugim državama europodručja.

Navedeno dijelom valja pripisati porasloj (ionako visokoj) likvidnosti zbog ulaska u europodručje te zakonskim ograničenjima rasta kamata na stambene i potrošačke kredite. Dizanjem kamatnih stopa središnja banka nastoji djelovati na potražnju i njen utjecaj na inflaciju. Navedeno će ipak s određenim odmakom biti sve izraženije i na hrvatskom tržištu te time negativno utjecati na potražnju te naposljetku na stopu inflacije.

Zrinka Živković Matijević

Ustrajnost inflatornih pritisaka, kolebljivost na financijskim tržištima

- Nastavak zaoštavanja monetarne politike
- Nove ekonomske prognoze ESB-a

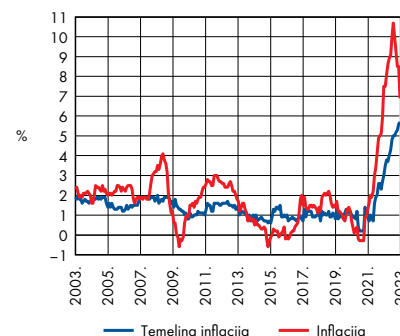
Iako su **nestabilnosti u financijskim sustavima** potaknule tržišne dionike na preispitivanje učinaka monetarne politike vodećih svjetskih središnjih banaka, inflacijski rizici i dalje se nalaze u središtu pozornosti nositelja monetarne politike. Na posljednjem sastanku u ožujku Europska središnja banka naglasila je posvećenost uspostavljanju stabilnosti cijena i zadržavanju inflacijskih očekivanja pod kontrolom. Međutim, središnja banka monetarne unije zauzela je oprezniji pristup u komunikaciji, a sljedeći koraci neće ovisiti samo o ekonomskim podacima, **već i o uvjetima na financijskim tržištima**. S perspektive ESB-a, rastuća nervoza i rizici prijenosa individualnih problema banaka na financijski sektor u cjelini mogu se smanjiti **likvidnosnim instrumentima**, što će biti upotrijebljeno u slučaju problema u transmisiji monetarne politike. Korištenje instrumenta za osiguranje likvidnosti ne bi bilo u suprotnosti s politikom povećanja ključnih kamatnih stopa, već bi osiguralo provođenje iste.

Na sastanku su objavljene i **nove ekonomske prognoze**, u kojima je revidiran rast realnog BDP-a na više, a opće inflacije na niže. Ipak, očekuje se da će **temeljna inflacija**, koja isključuje cijene energije, hrane, pića i duhana, biti snažnija u 2023. nego što je to bilo projicirano u ranijim prognozama. Inflacija će se **zadržati dugo iznad ciljane razine**, a očekivan rast BDP-a za 2023. činio se optimističnim s obzirom na ponovno jačanje ekonomske neizvjesnosti. Uslijed očekivane ustrajnosti temeljne inflacije u ekonomskim projekcijama ESB-a, očekujemo zadržavanje referentnih kamatnih stopa u restriktivnom području kroz dulje vremensko razdoblje. Početak spuštanja referentnih stopa **ne treba očekivati prije drugog tromjesečja 2024. godine**.

U skladu s navedenim, politika referentnih kamatnih stopa trebala bi nastaviti biti vođena izgledima inflacije, naročito uz postupno slabljenje zabrinutosti oko potencijalne bankarske krize. **Očekujemo da će ESB podići referentne kamatne stope za 25 baznih bodova u svibnju i lipnju, a ne isključujemo i konačno podizanje od 25bb u srpnju**. Prema projekcijama RaiffeisenRESEARCH-a takozvana **terminalna stopa**, koja označava razinu na kojoj završava ciklus podizanja kamatnih stopa, tako bi za **depozitnu stopu iznosila 3,75%, odnosno za glavne operacije refinanciranja 4,25%**. Naše prognoze nalaze se u sredini tržišnih ekstrema koji su proizašli iz **kolebljivosti tržišta**, odnosno osjetljivosti na financijske vijesti. Naime, volatilnost na financijskim tržištima od početka rata u Ukrajini dosegla je razine zabilježene u gospodarskim i financijskim krizama, a na kraju prvog tromjesečja 2023. dodatno je intenzivirana previranjima u bankovnom sektoru.

Razina kolebljivosti u ožujku na tržištu njemačkih državnih obveznica nadmašila je razine zabilježene u vrijeme financijske krize iz 2008., dužničke krize u europodručju i posljednje krize uzrokovane pandemijom koronavirusa. Nakon što su počele kolati vijesti o nestabilnostima u financijskim sustavima, prinosi na referentne obveznice zabilježili su snažan pad, posebice zbog statusa tzv. sigurnog

Potrošačke cijene u europodručju, godišnja promjena



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

ESB: ekonomske prognoze (ožujak 2023.)

	BDP, realni rast, % prognoze iz		Inflacija, % prognoze iz	
	3.23.	12.22.	3.23.	12.22.
2023.	1,0	0,5	5,3 (4,6)	6,3 (4,2)
2024.	1,6	1,9	2,9 (2,5)	3,4 (2,8)
2025.	1,6	1,8	2,1 (2,2)	2,3 (2,4)

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

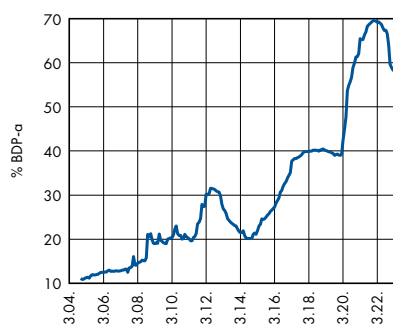
Projekcije kamatnih stopa i prinosa u europodručju

	ožu. 23.	lip. 23.	ruj. 23.	pro. 23.	ožu. 24.
ESB ref. stopa	3,50	4,00	4,25	4,25	4,25
Depozitna stopa	3,00	3,50	3,75	3,75	3,75
Euribor 3mj.	3,20	3,60	3,85	3,85	3,70
Njem. 2-god. prinos	2,70	2,90	2,80	2,70	2,60
Njem. 10-god. prinos	2,30	2,40	2,35	2,30	2,25

Izvori: RBI/Raiffeisen RESEARCH



Bilanca ESB-a



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

utočišta. Iako je krivulja prinosa ostala invertirana, izraženiji pad na kraćem kraju krivulje zrcalio je i jačanja očekivanja o ublažavanju retorike središnje banke europodručja. Naime, bilo je to odraz percepcije tržišnih dionika da će ESB morati obratiti više pažnje na financijsku stabilnost, što na neki način ograničava potencijalnu razinu terminalne stope. U skladu s navedenim, na kraju prvog tromjesečja prevladavala su očekivanja da će ESB završiti ciklus podizanja kamatnih stopa s novih 25 baznih bodova na sljedećem sastanku u svibnju. Međutim, središte pozornosti na tržištu krajem travnja ponovno su preuzeli inflatorni pritisci uslijed postepenog blijeđenja zabrinutosti o bankovnoj krizi. Stoga tržišni dionici ponovno procjenjuju daljnje zaoštavanje monetarne politike, a očekivanja se približavaju i našim prognozama. Navedeno vrši pritisak na rast prinosa njemačkog Bunda u kratkom roku. Prinosi će biti i pod pritiskom s perspektive neto ponude, odnosno **kvantitativno stezanje** nastaviti će se trenutačnom dinamikom do kraja lipnja (ukupni će se volumen do kraja lipnja smanjiti za 60 milijardi eura na oko 3.195 milijardi eura), a u drugoj polovici godine ista bi mogla ubrzati.

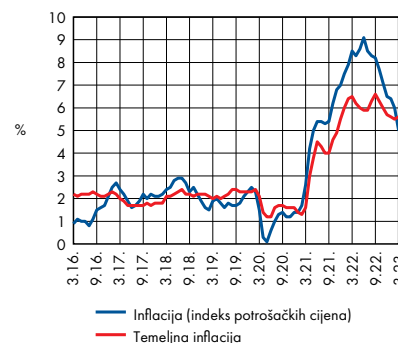
Gottfried Steindl, Franz Zobl, RBI, Petar Bejuk

Podizanje referentnog kamatnjaka u SAD-u bliži se kraju?

- Slabljenje intenziteta podizanja referentnih stopa u SAD-u
- Kolebljivost tečaja EUR/USD, ali postepen rast

Na posljednjem sastanku u ožujku, u vrijeme pojave financijske nestabilnosti u SAD-u i objave o jačanju temeljnih inflatornih pritiska na mjesečnoj razini, Fed je kompromisno podignuo referentnu kamatnu stopu za 25 baznih bodova. Stoga je nastavljeno usporavanje zaoštavanja monetarne politike, a osim uzastopnim podizanjem **raspon referentnog kamatnjaka dosegno je na kraju prvog tromjesečja 4,75 – 5,0%**. S druge strane, na posljednjem sastanku promijenjena je i retorika čelnika Feda. Opreznija komunikacija o budućem stezanju monetarne politike sugerira da je **terminalna stopa vrlo blizu**, a s tim su konzistentne i **nove ekonomske prognoze**. Naime, prema novom setu ekonomskih projekcija, na sastanku u svibnju slijedi još jedno podizanje referentnih kamatnih stopa za **25 baznih bodova i zadržavanje na dosegnutim razinama do kraja godine**. Prema tome, na kraju ciklusa podizanja kamatnih stopa, **raspon referentnog kamatnjaka dosegno bi 5,0 – 5,25%, što je u skladu i s našim prognozama**. Smatramo da će Fed krenuti u normaliziranje monetarne politike, odnosno spuštanje referentne kamatne stope kada bude siguran da je uspostavljena održiva stabilnost cijena. Istovremeno ekonomske projekcije signaliziraju očekivanja o snažnijem usporavanju gospodarskih aktivnosti u 2023. i 2024. u odnosu na prijašnje prognoze, ali i ustrajnije inflatorne pritiske u ovoj i sljedećoj godini. Oprezniji pristup nositelja monetarne politike uz očekivano snažnije usporavanje gospodarstva bio je odraz jačanja ekonomske neizvjesnosti uslijed turbulencija u financijskoj industriji. Iako je kvantitativno stezanje nastavljeno kako je planirano, za ograničenje prelijevanja krize na bankarski sektor u cjelini Fed je imao u pripremi tzv. **Discount Window**, a implementirana je i nova mogućnost kreditiranja banaka – **Bank Term Funding Program**. Promatranjem korištenja instrumenata za osiguranje likvidnosti krajem prvog tromjesečja (153 mlrd. dolara Discount Window odnosno 12 mlrd. dolara Bank Term Funding program) može se zaključiti da je bankarskom sektoru SAD-a dobrodošla likvidnosna potpora nakon pada povjerenja u financijsku industriju. Budući da su ozbiljni negativni ekonomski scenariji manje vjerojatni, na deviznom tržištu kretanje **tečaja EUR/USD** će i dalje određivati relativne monetarne politike ESB-a i Feda. Uz prisutnu pojačanu kolebljivost uslijed objava ekonomskih podataka, inflacije i nedavnog previranja u financijskim sustavima, tečaj od početka godine bilježi postepen, ali i relativno kontinuiran rast. Nakon što je kraj 2022. zaključio na razinama od oko 1,07 američkih dolara za euro, u prvom mjesecu drugog tromjesečja tečaj se približio razini od 1,10 dolara za euro. Uz prisutnost pojačane volatilnosti, u srednjem roku očekujemo nastavak trenda postepenog rasta, što je prvenstveno posljedica očekivanog sužavanja razlike između razine referentnih kamatnih stopa ESB-a i Feda. Prema našim projekcijama, tečaj EUR/USD bi se krajem 2023. mogao kretati oko razine od **1,12 američkih dolara za euro**. U negativne rizike za naše prognoze možemo ubrojiti jačanje averzije prema riziku uslijed intenziviranja zabrinutosti oko financijske odnosno gospodarske recesije i/ili ponovno ubrzanje stope rasta inflacije u SAD-u, što bi potencijalno produžilo restriktivnost monetarne politike Feda.

SAD: potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

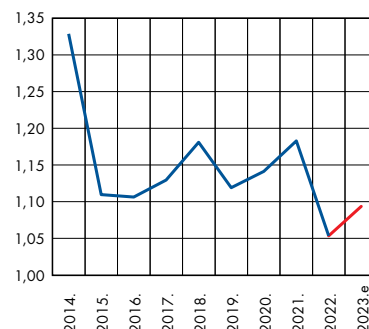
FOMC – ekonomske prognoze (ožujak 2023.)

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

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

Izvor: FED, Refinitiv, RBI/Raiffeisen istraživanja

EUR/USD, prosjek



Izvori: Refinitiv, RBI/Raiffeisen istraživanja

Franz Zobl (RBI), Petar Bejuk

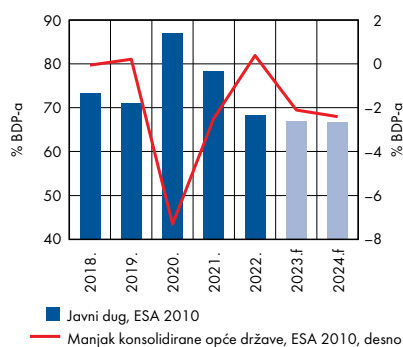


Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Stabilnost javnih financija, volatilnost na tržištima obveznica

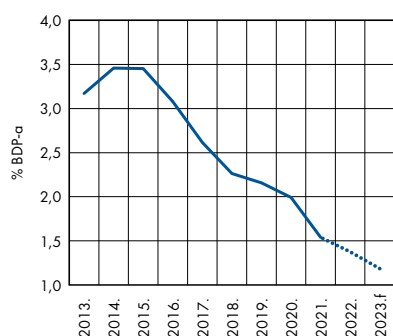
- U 2022. višak konsolidirane opće države 0,4% BDP-a
- Rejting stabilan u investicijskom razredu

Fiskalni pokazatelji



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

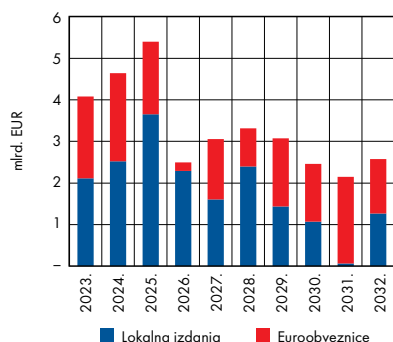
Rashodi za kamate



2022. i 2023. projekcije Vlade

Izvori: EDP izvještaj, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



*glavnica i kamate

Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Travanjskom notifikacijom potvrđena je razina duga opće države na 68,4% BDP-a u 2022. godini, što je na godišnjoj razini poboljšanje za 10 postotnih bodova. Nakon što je tijekom 2020. i 2021. zabilježen manjak, u 2022. saldo konsolidirane opće države vratio se u pozitivno područje. Tako je u prošloj godini višak konsolidirane opće države iznosio 262 milijuna eura, odnosno 0,4% BDP-a. Time su potvrđena povoljna fiskalna kretanja u prošloj godini zahvaljujući nastavku (realnog) rasta gospodarske aktivnosti, ali i snažnim inflatornim pritiscima s pozitivnim učincima na prihodnu stranu proračuna. Iako detaljnija statistika za dosadašnji dio 2023. nije dostupna, u ovoj godini očekujemo proračunski manjak na razini oko 2% BDP-a. Inflacija će ostati pozitivan čimbenik u kretanju prihoda dok se negativni rizici uglavnom odnose na slabija gospodarska kretanja. Međutim, u okruženju restriktivnih monetarnih politika, prostora za pretjerani optimizam nema. Paket mjera pomoći za borbu protiv inflacije vrijedan 1,7 mlrd. eura ili 2,5% BDP-a, koji je Vlada prolongirala od 1. travnja, prema procjenama ima utjecaj na proračun od oko 1% BDP-a (dok će ostatak odnosno većinu troška snositi HEP), a ususret super izbornoj 2024. godini možemo očekivati pojačane pritiske i zahtjeve raznih proračunskih korisnika. Iako zaoštavanje uvjeta financiranja kroz rastuće kamatne stope povećava troškove financiranja, njihov značajniji utjecaj osjetit će se s odmakom. Naime, tržišni rast kamatnih stopa prelijeva se u javne financije s određenom vremenskom distancom te su takvi efekti vidljivi tek u srednje do dugoročnom horizontu. S druge strane, sasvim je drugačija situacija s visokom inflacijom od koje javne financije imaju koristi u realnom vremenu. Stoga održivost javnih financija za sada nije upitna. Hrvatska se posljednjih godina relativno povoljno zaduživala, a trošak kamata smanjio se s razine od 3,5% BDP-a tijekom 2014. i 2015. na 1,4% BDP-a u 2022. uz očekivanja o nastavku silazne dinamike u kratkoročnom razdoblju.

Nakon što je u okviru programa EU Next Generation Hrvatska zatražila 5,5 mlrd. eura bespovratnih sredstava koje prema alokaciji ima na raspolaganju, Vlada namjerava od Europske komisije zatražiti 3,6 mlrd. eura dodatnih sredstava u obliku zajma. Revidirani Nacionalni plan oporavka i otpornosti tako će obuhvatiti zajmove namijenjene projektima u energetici, vodoopskrbi i odvodnji, obrazovanju i obnovi nakon potresa. Planirano zaduženje od 3,6 mlrd. eura povećat će javni dug države, a kako se projekti budu plaćali to će se odraziti i u kretanju manjka proračunskog salda. Važeći proračunski plan za ovu godinu ne uključuje ni učinak poreza na ekstraprofit. Navedeno implicira rebalans proračuna u nastavku godine.

Početkom travnja stiglo je na naplatu 1,5 mlrd. dolarske euroobveznice koja je refinancirana sredstvima iznimno uspješnog izdanja 1,85 mlrd. eura tzv. narodnih obveznica iz ožujka. Prema važećem planu financiranja uz izdanje 1,5 mlrd. eura obveznica na ino tržištu, predviđa se i 2,7 mlrd. eura obvezničkih izdanja na lokalnom tržištu. Unatoč visokoj potražnji za novim izdanjima na domaćem tržištu, u našim projekcijama ne isključujemo mogućnost izlaska na inozemno tržište kapitala, i zbog održavanja odnosa s međunarodnim investitorima.

Ipak, s obzirom na uvjete na financijskim tržištima u dogledno vrijeme ne očekujemo izdavanje obveznica na inozemnim tržištima kapitala izvan EU. U studenom dospijeva još 1,5 mlrd. eura lokalne obveznice te su nove aktivnosti na tržištu kapitala moguće još prije ljeta, a potom i na jesen.

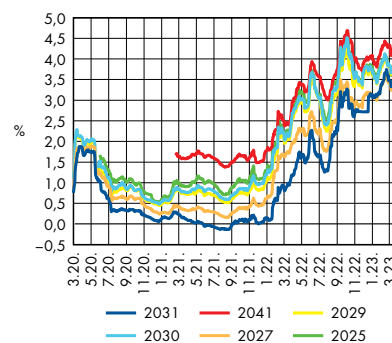
Na tržištu kratkoročnih vrijednosnica, dospijeća trezorskih zapisa uglavnom se financiraju znavljanjem. Od ukupnih 2,7 mlrd. eura u 2023., u drugom tromjesečju je na dospijeću 1,46 mlrd. eura trezorskih zapisa od čega se 1,035 mlrd. eura odnosi na jednogodišnji FX trezorac izdan u svibnju 2022. Kraći kraj krivulje prinosa zabilježio je izraženiju korekciju prinosa od početka godine odražavajući kretanja referentne krivulje nakon uvođenja eura. Prinos na trezorski zapis s dospijećem 364 dana trenutno je na razini 3,3%. Ostaje za vidjeti hoće li Ministarstvo financija nastaviti smanjivati kratkoročni dug za što ima dovoljno prostora budući da se depoziti opće države na računu središnje banke prema posljednjim podacima kreću na razini oko 6% BDP-a iz 2022.

Kretanja na međunarodnim obvezničkim tržištima u posljednje su vrijeme izrazito kolebljiva. U takvom se okruženju procjene kretanja kamatnih stopa mogu brzo mijenjati, što održava visoku volatilnost. Uslijed naznaka ranjivosti financijske industrije, tržišta su znatno promijenila procjene zaoštavanja monetarne politike, sa snažnog podizanja referentnih kamatnih stopa (*hawkish*) na skori prestanak i dostizanje terminalne stope (*dovish*). Prinosi duž krivulje referentnih njemačkih obveznica zabilježili su pad, ali je krivulja ostala inverzna. Smatramo da je inflacijska kriza izravnija prijetnja u odnosu na rizike potencijalne financijske krize. U odnosu na trenutnu tržišnu procjenu, navedeno implicira rast prinosa njemačkog Bunda u narednim mjesecima. Razmatranja neto ponude (ESB kvantitativno stezanje i izdašna primarna izdanja) također upućuju na pritisak na rast prinosa. S obzirom na to da će se neizvjesnost i volatilnost na tržištima nastaviti, njemački Bund zadržat će status sigurnog utočišta. U skladu s očekivanim porastom prinosa njemačkih referentnih obveznica u kratkom roku, spreadovi europskih državnih obveznica (EGB) trebali bi ostvariti umjeren rast i doseći vrhunac tijekom ove godine.

Od početka godine tržište hrvatskih euroobveznica kretalo se više-manje u skladu s referentnom grupom, što odražava članstvo Hrvatske u europodručju. I prinosi hrvatskih euroobveznica suočili su se s turbulentnim ekonomskim okruženjem, a isti bi trebali biti i pod kratkoročnim utjecajem očekivanog uzlaznog trenda Bunda (u skladu s referentnim EGB-ovima). U duljem vremenskom horizontu izgledi za Hrvatsku podržani su pristupanjem europodručju. S trenutne visoke razine prinosa možemo očekivati značajno smanjenje spreadova u odnosu na referentna izdanja kako se ESB bude približavao kraju svog ciklusa stezanja monetarne politike. Međutim, obzirom da su gubici hrvatskih izdanja bili značajno manji od euroobveznica usporedivih zemalja koje nisu članice europodručja, prostor za sužavanje spreadova ipak je ograničen.

Na lokalnom tržištu, od ulaska Hrvatske u europodručje nisu zabilježene značajnije promjene u kretanju prinosa. Prinos na desetogodišnje izdanje nalazi se na razini oko 3,80% te se od početka godine kretao u uskom rasponu između 3,65% do 4,05%. Spread u odnosu na referentni Bund na razini je oko 140bb. Zbog slabije likvidnosti lokalnog tržišta, obveznice izdane na domaćem tržištu imale su nižu volatilnost u usporedbi s core tržištima i hrvatskim euroobvezničkim izdanjima. Također, premija od 10bb do 15bb na hrvatske euroobveznice resul-

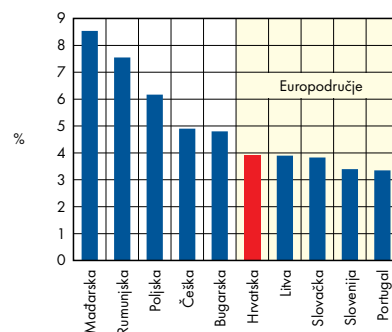
Prinosi na lokalne obveznice



* bid yield to maturity

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

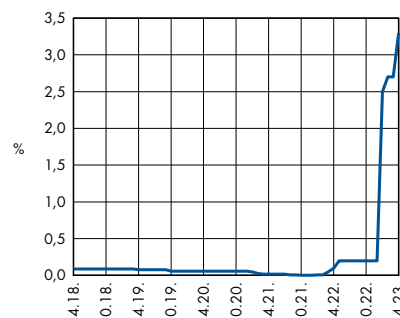
10-god. prinosi



* bid yield to maturity

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na trezorske zapise RH, 364 dana



Izvori: MinFin, Raiffeisen istraživanja

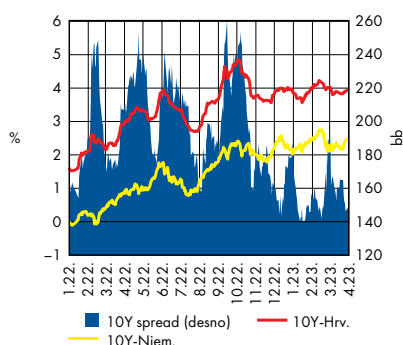
Kreditni rejting Republike Hrvatske

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



10-god. prinosi



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

tat je potencijalno veće potražnje međunarodnih ulagača nakon usvajanja eura. 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.

Nakon što je sredinom travnja Fitch potvrdio investicijsku razinu rejtinga Hrvatske uz ocjenu BBB+ isti korak očekujemo i od Moody's-a u svibnju. Veći korak ne očekujemo niti od jedne agencije budući da su, nakon prihvaćanja eura koji je donio eliminaciju valutno rizika, za nove pozitivne promjene potrebne i konkretne promjene poput jačanja stabilnosti javnih financija kroz daljnju fiskalnu konsolidaciju, provedba strukturnih reformi, prelijevanje pozitivnih učinaka ulaska u europodručje (konvergencija BDP per capita), jačanje institucionalnog okvira i sl.

E.S. Resanović

Visoka razina kapitaliziranosti i likvidnosti kreditnih institucija

- Jednokratni rast depozita na kraju prošle i smanjenje u prvim mjesecima ove godine
- Brži rast kredita kod poduzeća nego kod stanovništva
- Značajni gubici mirovinskih osiguravajućih društava

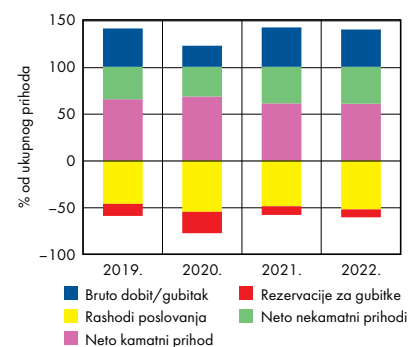
U 2022. godini sektor kreditnih institucija ostvario je povrat na kapital od 8,2% uz stopu kapitaliziranosti od 24,6% u odnosu na rizičnu imovinu i s koeficijentom pokrića likvidnosti od 142% iznad propisanog. Ukupni prihodi porasli su za 4% na godišnjoj razini, kao rezultat povećanja prihoda od naknada i trgovanja za 14%, rasta neto kamatnih prihoda za 4% i negativnog utjecaja ostalih prihoda od trgovanja i promjene vrijednosti imovine od -6%. Troškovi poslovanja povećani su za 12% pod utjecajem inflacije uz jednokratni trošak prilagodbe sustava radi uvođenja eura kao službene valute. Trošak rezerviranja za gubitke neznatno je manji na godišnjoj razini pa je neto dobit smanjena za 5%.

U prethodnoj godini ostvaren je rast kredita klijentima od 11% sa značajno višom stopom rasta kredita poduzećima (23% na godišnjoj razini) nego kod stanovništva (6%). Povećanje cijena kod proizvođača od prosječno 26% u prethodnoj godini prenijelo se na rast troškova nabave repromaterijala i naročito energenata, a posljedično i potražnju poduzeća za kreditima. Kod stanovništva je ostvaren rast stambenih kredita od 11% u uvjetima povećanja cijena rezidencijalnih nekretnina od 17% na godišnjoj razini. Rast potrošačkih gotovinskih kredita od 3% značajno je zaostao za stopom rasta potrošačkih cijena od 11%, što odražava povišeni pesimizam potrošača zbog usporavanja rasta gospodarstva. U ovoj godini očekujemo usporavanje rasta kod kredita poduzećima i zadržavanje prošlogodišnje stope povećanja kod kredita stanovništvu. Rast depozita klijenata ostvaren u studenom prošle godine iznosio je 12% na godišnjoj razini. U prosincu je rast depozita ubrzan na 15% zbog ulaganja gotovine u kunama koja je u novogodišnjoj noći konvertirana u eure. U prva dva mjeseca ove godine iznos depozita klijenata vratio se na razinu iz studenog prošle godine, a do kraja godine očekujemo postupno usporavanje rasta.

Promjene uvjeta na financijskim tržištima u prethodnoj godini odrazile su se na poslovanje ostalih financijskih institucija. Rast tržišnih kamatnih stopa rezultira smanjenjem cijena financijskih instrumenata s fiksnim prinosom. U strukturi imovine mirovinskih fondova natpolovično je učešće instrumenata s fiksnim prinosom pa je u godini, obilježenoj rastom tržišnih kamatnih stopa, ostvaren negativan prinos. Zahvaljujući rastućim uplatama članova u mirovinske fondove s osnova rasta plaća u uvjetima visoke inflacije, ukupna imovina na godišnjoj razini nije značajno smanjena. U imovini osiguravajućih društava također prevladavaju instrumenti s fiksnim prinosom, no stabilne uplate premija osiguranja umanjile su negativan učinak vrednovanja imovine. Kod mirovinskih osiguravajućih društava ostvaren je značajan gubitak u poslovanju (EUR 11.5 mil.) uslijed obveza za mirovine indeksiranih uz stopu inflacije na jednoj, i pretežito imovine s fiksnim prinosom bez inflatorne klauzule na drugoj strani. Kod investicijskih fondova dominantni su obveznički fondovi koji su uz negativno vrednovanje imovine s fiksnim prinosom pretrpjeli i odljev ulaganja pa je ukupna imovina smanjena za četvrtinu u protekloj godini. Kod usluge leasinga rast cijena vozila i opreme imao je pozitivan utjecaj na potražnju, pa je leasing uz kreditne institucije zabilježio povećanje učešća u ukupnoj imovini financijskog sektora.

Anton Starčević

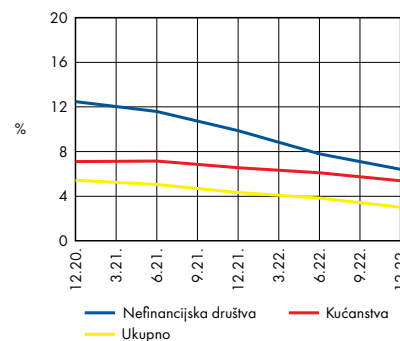
Struktura rezultata poslovanja banaka



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

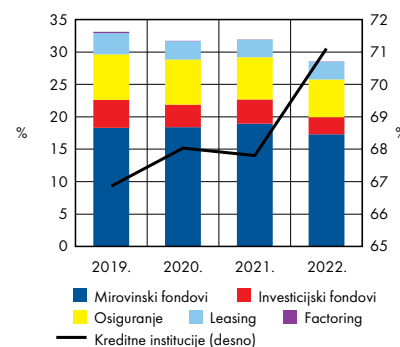
Izvori: Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima *



* na kraju razdoblja
 Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Hrvatski financijski sektor, struktura



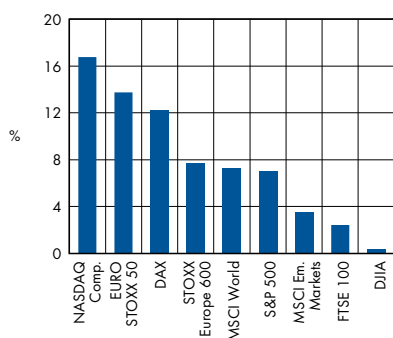
Izvori: HNB, HANFA, Raiffeisen istraživanja



Rast optimizma na dioničkim tržištima

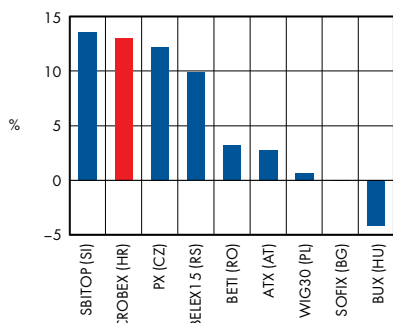
- Uzbudljiv početak godine na dioničkim tržištima
- Ublažena retorika središnjih banaka i makroekonomski podaci kao podržavajući čimbenik
- Inflacija ostaje u fokusu
- Početak oporavka profitnih marži kompanija u drugom polugodištu 2023.

Svjetski indeksi – prinosi u 1. tr. 2023.*



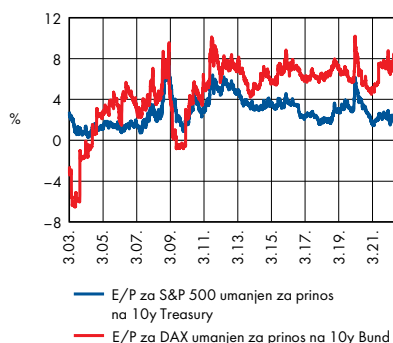
* u lokalnoj valuti na datum 31.3.2023. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Regionalni indeksi – prinosi u 1. tr. 2023.*



* u lokalnoj valuti na datum 31.3.2023. (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

Prvo tromjesečje 2023. na dioničkim tržištima bilo je zaista uzbudljivo. Nova godina započela je solidnim rastom cijena, a pritom su, ukupno gledano, europski indeksi imali bolju izvedbu od američkih, u prvom redu na krilima bolje sezone objava financijskih izvješća u Europi u odnosu na očekivanja. Kako se sezona izvještavanja bližila kraju, u prvi plan se vratila zabrinutost oko inflacije i kamatnih stopa. Zbog znatno slabijeg usporavanja inflacije od očekivanog, pojačana su strahovanja od nastavka stezanja monetarne politike od strane središnjih banaka te zadržavanja kamatnih stopa na visokim razinama dulje vrijeme. Komentari dužnosnika središnjih banaka u ovom kontekstu također su doveli do značajnog povećanja prinosa na državne obveznice, što je smanjilo relativnu privlačnost dionica u odnosu na obveznice. I na kraju, ožujak je obilježila pojava nestabilnosti u bankarskom sustavu s obje strane Atlantika. Propast triju američkih banaka (Silvergate Capital, Silicon Valley Bank, Signature Bank) nakratko nas je podsjetila na veliku bankarsku krizu 2007./2008. te donijela veliku nervozu na tržište i dakako strah od širenja problema u bankarskom sektoru.

Na prvi pogled sličnosti s velikom financijskom krizom postoje, no razlike su značajne. Kao prvo, regulatori su reagirali znatno brže te je na taj način mogućnost lančane reakcije znatno smanjena. Nadalje, ovog puta se radilo o primjeru lošeg upravljanja bankom odnosno pretjeranoj koncentraciji izloženosti te manjem udjelu (stabilnijih) depozita sektora stanovništva. Također, kapitaliziranost i likvidnost banaka s obje strane Atlantika danas su puno više nego su bile uoči velike financijske krize. Dakle, ne računamo sa širenjem problema u financijskom sektoru, čemu u prilog govore i nedavno objavljeni vrlo dobri rezultati poslovanja američkih banaka u prvom ovogodišnjem tromjesečju. Ipak, ne možemo isključiti pojavu novih sličnih slučajeva, što bi svakako unijelo novu dozu nestabilnosti na tržište.

Makroekonomski podaci zasada potvrđuju i dalje visoku otpornost američkog gospodarstva u uvjetima visokih kamatnih stopa, iako je usporavanje primjetno. Posebno se to odnosi na industrijski sektor, dok tržište rada ostaje robusno. I dalje očekujemo nastavak usporavanja u drugom i trećem tromjesečju, u skladu s razinom kamatnih stopa, a ni ranije spominjana previranja u financijskom sektoru ne treba zanemariti. Dakle, na razini 2023. očekujemo stagnaciju američkog gospodarstva te početak oporavka krajem godine i u 2024. Iako su negativni čimbenici energetske krize i rata u Ukrajini ostavili traga na gospodarskoj aktivnosti u europodručju, posljednji podaci upućuju na oporavak. Pritom bi oporavak moglo usporiti pooštavanje uvjeta kreditiranja banaka i izazovno okruženje. Dakle, ukupno gledano, makroekonomski podaci bi trebali poticajno djelovati na dionička tržišta u razdoblju pred nama.

Također, retorika središnjih banaka donekle je ublažena nakon pojave nestabilnosti u bankarskom sektoru. Dakako, razina inflacije je još uvijek znatno iznad ciljane, no stavovi su ipak umjereniji i završetak ciklusa podizanja kamatnih stopa je blizu. Naime, opreznije kreditiranje banaka može imati isti učinak na gospodarstvo kao i podizanje kamatnih stopa. I dok tržišni dionici već računaju sa smanjenjem kamatnih stopa u drugom polugodištu, mi to ne smatramo realnim imajući

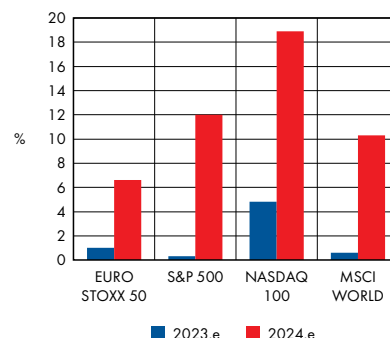
u vidu tvrdokornu stopu temeljne inflacije. Još jedan pozitivan čimbenik je i značajan pad prinosa u posljednje vrijeme, najprije zbog turbulencija u bankarskom sektoru, a onda i zbog ublažavanja retorike Fed-a, što bi moglo dati potporu stabilizaciji dioničkih indeksa u narednom razdoblju ili čak rastu imajući u vidu očekivano kretanje kamatnih stopa.

Visoka razina kamatnih stopa trebala bi imati nepovoljan učinak na rezultate poslovanja kompanija, iako evidentno s određenim odmakom zbog dosad prisutnog efekta oporavka od restrikcija povezanih s pandemijom pa su kompanije mogle relativno uspješno prebaciti veliki dio tereta rastućih ulaznih troškova na svoje kupce. Smatramo da ni europske kompanije neće moći u tekućoj godini zadržati razinu profitabilnosti iz 2022., a kamoli je nadmašiti, dok jačanje eura ne ide u prilog izvoznicima. Ipak, smatramo da su ti negativni čimbenici već uračunati u cijene dionica, a dionička tržišta su ionako orijentirana više na budućnost. U tom smislu, nakon ovogodišnjeg izglednog blagog pada dobiti kompanija, snažniji očekivani rast dobiti u 2024. s obje strane Atlantika daje nam razloga za optimizam. Vrednovanje dioničkih indeksa također ide u prilog dobroj izvedbi dioničkih tržišta do kraja godine, a posebno se to odnosi na europska tržišta s visokom zastupljenošću financijskog sektora. Ipak, s približavanjem terminalnim razinama kamatnih stopa naš favorit su američki indeksi zbog više zastupljenosti dionica tehnološkog sektora.

Regionalni indeksi uglavnom su izvedbom pratili vodeće svjetske dioničke indekse te su ostvarili snažan rast u prvom tromjesečju 2023. Izuzetak je bio mađarski indeks BUX, što odražava uglavnom geopolitičko okruženje i državne interventne mjere koje su negativno utjecale na investicijsku klimu u zemlji. Jedan od dobitnika, uz vodeći SBITOP bio je domaći indeks CROBEX s rastom od 13%. Pritom je većina sastavnica CROBEX-a ostvarila dvoznamenkasti rast cijene, a najbolju izvedbu imala je dionica Brodogradilišta V. Lenac s rastom od čak 56%. Optimizam investitora posljedica je tržišnog okruženja koje omogućava Lencu vrlo dobru zaposlenost. Naime, u okolnostima pada vozarina raste potražnja za remontnim poslovima, a u posljednje vrijeme se remontne aktivnosti općenito premještaju iz Kine sve više prema Europi.

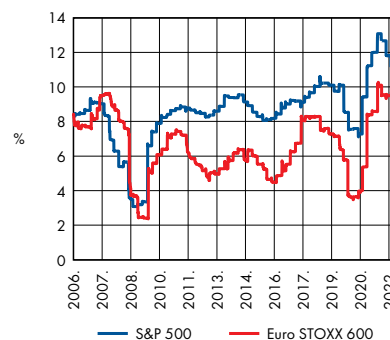
Iako smatramo da su pozitivni učinci uvođenja eura te ulaska u Schengen već dobrim dijelom uračunati u cijene, i dalje bi mogli davati određeni vjetar u leđa Zagrebačkoj burzi. Nadalje, umjereno smo optimistični oko nado-lazeće turističke sezone s obzirom da Hrvatskoj u prilog idu blizina i percepcija sigurne destinacije, unaprijeđenje kvalitete ponude te slabljenje inflatornih pritisaka na glavnim emitivnim tržištima. Uz dobru turističku sezonu, očekujemo da bi i rast (javnih) investicija financiranih europskim sredstvima trebao također pozitivno utjecati na gospodarska kretanja, a samim time i na kretanja na hrvatskom dioničkom tržištu. Ograničavajući faktor ostaju niski volumeni trgovanja na Zagrebačkoj burzi.

Očekivano kretanje dobiti kompanija sastavnica indeksa



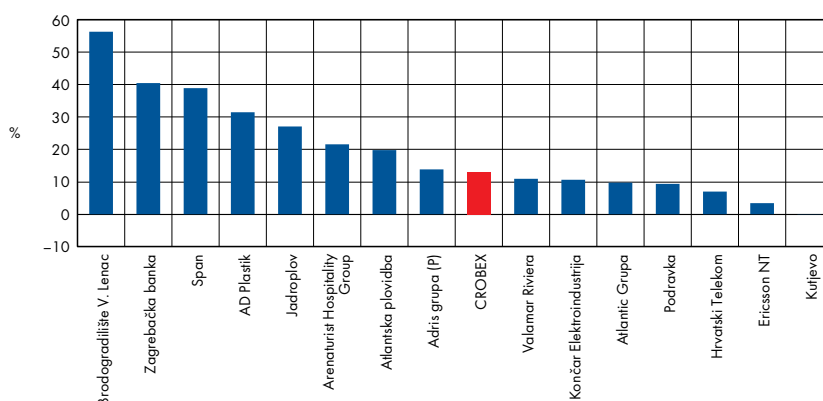
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

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



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Povrati CROBEX sastavnica u 1. tr. 2023. (dividende nisu uključene)*



* povrati izračunati na datum 31.3.2023. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Ana Turudić



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

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

Ana Lesar, financijski analitičar; tel: 01/61 74 811, e-mail: ana.lesar@rba.hr

Ana Turudić, financijski analitičar; tel: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr

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

Anton Starčević, savjetnik predsjednika Uprave; tel.: 01/61 74 210; e-adresa: anton.starcevic@rba.hr

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

Sanja Bruckner, izvršni direktor Financijskih tržišta; tel: 01/46 95 076, e-mail: sanja.bruckner@rba.hr

Igor Mataić, Direktor investicijskog bankarstva; tel: 01/61 74 332, e-mail: igor.mataic@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. travnja 2023.

Publikacija odobrena od strane urednika: 26. travnja 2023. u 10:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 26. travnja 2023. 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. Ulagateljima se savjetuje da stupe u kontakt s ovlaštenim investicijskim savjetnikom za pojedinačna objašnjenja i savjete.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

Pregled Raiffeisen preporuka:

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

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

Napominjemo da RBA, s njom povezana društva i zaposlenici ili članovi organa upravljanja, kao i osobe koje su sudjelovale u izradi ove publikacije te s njima povezane osobe drže ili trguju financijskim instrumentima u iznosima koji premašuju 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja ili posluju sa subjektima iz sektora na koje se ova publikacija odnosi. Međutim, RBA je primjenom mjera zaštite povjerljivosti i sprečavanja sukoba interesa u razumnoj mjeri osigurala da takva okolnost ni na koji način nije utjecala na bilo što navedeno u ovoj publikaciji.

RBA je dio grupacije RBI. RBI je poslovna investicijska banka i ima sjedište u Austriji. Već 25 godina RBI djeluje u Srednjoj i Istočnoj Europi (SIE regiji) gdje ima mrežu banaka podružnica, leasing društava i brojnih drugih društava koja pružaju financijske usluge na 17 tržišta. Kao rezultat ovog položaja u Austriji i SIE regiji, RBI je uspostavio odnose i proširio ih u nekim slučajevima s kompanijama u sljedećim sektorima: nafta&plin, tehnologije, energija, nekretnine, telekomunikacije, financijske usluge, osnovni materijali, ciklični i ne-ciklični potrošački proizvodi, briga o zdravlju i industrija. RBI i/ili njegova povezana društva provodili su transakcije u vezi s proizvodima i uslugama (uključujući, ali ne isključivo, usluge investicijskog bankarstva) s izdavateljem iz analize, u proteklih 12 mjeseci. RBI i povezana društva uspostavili su organizacijske mjere koje su potrebne s pravnog stajališta i stajališta nadzora, a čije poštivanje prati Sukladnost (Compliance). Na sukobe interesa primjenjuju se pravna, fizička i druga ograničenja (koja se zajednički nazivaju "Kineski zidovi"), a njihova je svrha je ograničiti protok informacija između poslovnog područja/organizacijske jedinice unutar RBI, RBA te ostalih društava unutar grupe. Tako je npr. Investicijsko bankarstvo, koje obuhvaća aktivnosti korporativnog financiranja putem tržišta kapitala, odvojeno fizičkim i drugim barijerama od jedinica trgovanja te jedinica za istraživanje i analizu.

Potencijalni sukobi interesa navedeni niže primjenjuju se u slučaju vrijednosnih papira navedenih u analizi ako su pripadajući redni brojevi navedeni na kraju odlomka:

1. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje neto dugu ili kratku poziciju koja premašuje prag od 0,5 % ukupnog izdanog dioničkog kapitala izdavatelja.
2. Izdavatelj drži više od 5 % ukupnog izdanog dioničkog kapitala RBA ili bilo kojeg povezanog društva.
3. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije ima značajne financijske interese u odnosu na izdavatelja.
4. RBA ili bilo koje povezano društvo djeluje kao održavatelj tržišta (ili specijalist) ili drugi održavatelj likvidnosti za vrijednosne papire izdavatelja, kada je to primjenjivo.
5. RBA ili bilo koje povezano društvo je bilo tijekom prethodnih dvanaest mjeseci glavni voditelj ili suvoditelj postupka bilo koje objavljene ponude vrijednosnih papira izdavatelja u smislu usluge provedbe ponude odnosno prodaje vrijednosnih papira izdavatelja sa i bez obveze otkupa, kada je to primjenjivo.
6. RBA ili bilo koje povezano društvo je u bilo kojem drugom sporazumu s izdavateljem koji se odnosi na pružanje usluga investicijskog bankarstva, osim ako bi to značilo objavljivanje povjerljivih poslovnih informacija i da je sporazum bio na snazi prethodnih dvanaest mjeseci ili je tijekom istog razdoblja doveo do plaćanja naknade ili obećanja da će naknada biti plaćena, kada je to primjenjivo.
7. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je stranka sporazuma s izdavateljem koji se odnosi na izradu preporuke, kada je to primjenjivo.
8. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje vrijednosne papire izdavatelja koje je analizirao.
9. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je u Nadzornom odboru/Odboru direktora izdavatelja čije je poslovanje analizirao.
10. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je primio ili stekao vrijednosni papir izdavatelja prije javne ponude izdanja. U tom slučaju zahtijeva se pred-odobrenje transakcije s istaknutim datumom i kupovnom ili prodajnom cijenom.
11. Kompenzacija analitičara ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je povezana s davanjem usluga investicijskih usluga od strane RBA ili bilo kojeg povezanog društva.

Primjenjive napomene: Napomena br. 3, 4 i 5.

Portfelji analitičara i drugih fizičkih osoba koji su sudjelovali u izradi ove analize dostupni su na: <http://www.rba.hr/istrazivanja/portfelji-rba-analiticara>

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

RBA zaposlenici koji nisu sudjelovali u pripremi ove publikacije, ali su imali pristup istoj prije distribucije, nemaju značajan financijski interes u jednom ili više financijskih instrumenata izdavatelja koji su analizirani u publikaciji. RBA zaposlenici koji nisu sudjelovali u pripremi ove publikacije, a imaju pristup istoj prije distribucije, nisu u sukobu interesa u odnosu na izdavatelja koji su analizirani u publikaciji.

RBA ima odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga ("HANFA") za obavljanje svih poslova propisanih važećim Zakonom o tržištu kapitala i drugim važećim zakonima i podzakonskim propisima. Međutim, RBA je ovlaštena obavljati te poslove samo na teritoriju Republike Hrvatske, ne i drugdje. Ukoliko bi ova publikacija, u cijelosti ili djelomično, bila dostupna u bilo kojoj jurisdikciji osim Republike Hrvatske, treba je smatrati nepostojećom.

Ovaj dokument se ne smije distribuirati u UK, Japanu, Hong Kongu, Kanadi i SAD-u.