

RBAAnalize

broj 86
listopad 2022.

Pod prijetnjom stagflacije

- Početak usporavanja gospodarstva
- Inflacija: visoko, više...
- ESB: skori ulazak u restriktivno područje
- Dominacija negativnih čimbenika na dioničkim tržištima



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

© Photo: Shutterstock Images

www.rba.hr

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Pod prijetnjom stagflacije	5
----------------------------------	---

Realni sektor, tržište rada

Izgledno (zamjetno) usporavanje	6
---------------------------------------	---

Platna bilanca

Fondovi EU – sve značajniji čimbenik financiranja manjka u robnoj razmjeni	8
--	---

Inflacija

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

Politike središnjih banaka ECB – Fed

Zaoštavanje monetarne politike ESB-a	11
--	----

Fiskalna politika i tržište duga

Uz drugi rebalans proračuna, javne financije stabilno	14
---	----

Financijski sustav

Inflacija povećava potražnju za kreditima	17
---	----

Tržište dionica

Rizični čimbenici i dalje dominiraju	18
--	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.	2022.f	2023.f	2024.f
BDP i proizvodnja								
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	3,4	2,8	3,4	-8,6	13,1	5,8	1,8	2,7
Potrošnja kućanstava, % (stalne cijene)	3,1	3,3	4,1	-5,1	9,9	6,1	1,9	2,5
Bruto investicije u fiksni kapital, % (stalne cijene)	1,6	3,9	9,0	-5,0	4,7	6,7	6,9	7,0
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	50.010	52.776	55.677	50.461	58.287	66.707	72.010	75.803
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	12.368	13.178	14.039	12.849	14.989	17.241	18.658	19.665
Trgovina na malo, % promjena, realno ¹	4,4	3,9	3,6	-5,5	12,1	2,8	1,7	2,7
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena ¹	-1,0	0,6	-2,7	-3,4	6,7	2,5	1,8	2,5
Cijene, nezaposlenost i proračun								
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	1,2	0,8	1,3	-0,7	5,5	12,9	2,7	3,0
%, prosjek	1,1	1,5	0,8	0,1	2,6	10,6	6,7	3,3
Proizvođačke cijene ² , %, kraj razdoblja	2,1	0,6	1,5	-1,2	19,7	18,7	3,6	3,2
%, prosjek	2,1	2,3	0,8	-2,0	9,7	24,5	7,4	3,5
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	11,6	9,2	7,7	8,9	8,0	6,8	6,7	6,7
Prosječna neto plaća (HRK), pr	5.984	6.241	6.582	6.763	7.128	7.621	7.951	8.227
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	0,8	0,1	0,2	-7,3	-2,6	-2,0	-2,9	-2,8
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	285,4	286,6	293,2	330,6	343,8	354,5	371,0	384,2
% BDP-a	76,5	73,2	71,0	87	78,4	70,5	68,4	67,3
Bilanca plaćanja i dug								
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	24.624	26.103	28.242	21.122	30.067	34.800	38.200	41.500
% promjena	10,7	6,0	8,2	-25,2	42,3	15,7	9,8	8,6
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	24.273	26.520	28.390	24.531	30.593	37.440	41.040	44.600
% promjena	11,9	9,2	6,2	-13,6	24,7	22,4	9,6	8,7
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ³	3,5	1,9	3,0	-0,1	3,4	2,1	2,2	2,7
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	15.706	17.438	18.560	18.942	25.022	26.000	3.569	4.000
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	7,8	7,9	7,9	9,3	9,8	8,3	1,0	1,1
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ⁴	447	1.057	1.212	1.279	3.800	2.100	1.850	1.800
Noćenja turista, % promjena	10,6	4,0	1,8	-55,3	72,1	28,5	5,7	3,2
Inozemni dug, mlrd. EUR	43,5	42,6	40,3	40,1	44,6	46,2	47,7	49,3
Inozemni dug, kao % BDP-a ³	87,1	80,7	72,3	79,4	76,5	69,3	66,2	65,0
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ³	176,9	163,1	142,6	189,7	148,4	132,8	124,9	118,8
Financijski pokazatelji								
Devizni tečaj, kr, EUR/USD	1,20	1,14	1,12	1,22	1,14	0,97	1,06	1,14
pr, EUR/USD	1,13	1,18	1,12	1,14	1,18	1,05	1,03	1,11
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,44	7,41	7,44	7,54	7,52	7,53	euro	euro
pr, EUR/HRK	7,46	7,42	7,41	7,53	7,52	7,53	euro	euro
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	99,4	120,0	137,2	160,4	189,4	205,1	207,3	212,8
% promjena	19,1	20,7	14,3	16,9	18,1	8,3	1,1	2,6
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	307,2	324,0	333,3	364,47	403,35	442,45	450,46	459,35
% promjena	2,1	5,5	2,9	9,3	10,7	9,7	1,8	2,0
Plasmani, mlrd. HRK, kr	218,9	223,2	229,5	238,51	245,77	264,20	273,36	281,02
% promjena	-1,2	2,0	2,8	3,9	3,0	7,5	3,5	2,8
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	0,4	0,1	0,1	0,06	0,02	0,25	0,60	0,85
Euribor 3-mj. kraj razdoblja	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	2,3	2,6	2,1
Europska središnja banka								
Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja, %, kraj razdoblja ⁵	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	2,5	3,0	2,5
Depozitna stopa, %, kraj razdoblja ⁶	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	2,0	2,5	2,5

¹ Prema izvornim neprilagođenim indeksima ² Na domaćem tržištu ³ U eurima ⁴ Uključujući kružna ulaganja ⁵ eng. Main refinancing operations (fixed rate) ⁶ kamatna stopa na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod ESB-a eng. deposit facility rate
e – ocjena, f – prognoza, kr – kraj razdoblja, pr – prosjek razdoblja
Prognoze: Ekonomska i financijska istraživanja
Izvori: HNB, DZS, MF

BDP, realna godišnja promjena (%)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	3,4	5,1	14,0	11,7	6,9
Mađarska	3,3	5,1	14,2	15,7	5,5
Česka	3,2	3,8	16,3	10,7	2,9
Slovačka	2,0	2,8	11,3	11,8	2,3
Slovenija	-0,1	1,9	9,1	5,9	2,8
SE	3,0	4,5	14,1	11,8	5,3
Rumunjska	2,6	5,1	13,8	11,6	6,1
Hrvatska	0,1	2,6	10,6	6,7	3,3
Srbija	1,6	4,0	11,6	9,5	4,8
BiH	-1,0	2,0	12,8	6,0	3,0
Albanija	1,6	2,0	6,6	4,8	2,8
JIE	1,8	4,1	13,1	9,8	5,0
Rusija	3,5	6,6	13,3	6,7	4,0
Ukrajina	2,7	9,3	20,6	24,9	15,9
Bjelorusija	5,5	9,5	15,0	17,5	12,5
IE	3,5	7,0	13,8	8,1	5,0
Austrija	1,4	2,8	8,2	6,0	3,1
Njemačka	0,4	3,2	7,4	3,7	2,6
Europodr.	0,3	2,6	8,0	6,0	3,4
SAD	1,2	4,7	7,9	3,7	2,3

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

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

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2020.	2021.	2022.e	2023.f	2024.f
Poljska	56,8	52,5	50,7	51,0	n.v.
Mađarska	79,6	76,8	73,0	67,8	63,1
Česka	37,6	42,0	42,4	43,2	44,3
Slovačka	59,7	61,0	60,7	58,1	58,2
Slovenija	79,8	74,7	69,6	67,5	66,5
SE	57,1	55,4	53,7	53,0	n.v.
Rumunjska	46,9	48,9	48,0	48,9	48,8
Hrvatska	87,0	78,4	70,5	68,4	67,3
Srbija	58,4	56,4	54,9	53,9	54,0
BiH	36,6	34,4	32,0	31,6	30,6
Albanija	74,5	75,3	67,3	64,3	61,4
JIE	49,7	49,6	47,4	49,0	n.v.
Rusija	17,9	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Ukrajina	60,4	48,9	89,1	n.v.	n.v.
Bjelorusija	39,3	34,3	37,8	n.v.	n.v.
IE	22,6	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	68,7	69,3	68,4	66,7	65,7
Europodr.	97,2	95,6	93,0	92,0	n.v.
SAD	132,9	128,9	124,5	122,1	120,7

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	79,8	76,3	73,8
Česka	76,2	75,3	68,0	63,7	n.v.
Slovačka	120,5	117,3	109,6	102,6	100,3
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	56,9	50,6	49,7	48,9
Hrvatska	79,5	76,6	69,3	66,2	65,0
Srbija	68,4	70,6	64,4	61,1	n.v.
BiH	65,3	61,3	57,1	55,4	54,5
Albanija	64,4	65,1	55,9	50,8	50,0
JIE	62,6	61,6	55,2	53,5	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	63,3	n.v.	n.v.
IE	37,7	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.e	2023.f	2024.f
Poljska	4,44	4,56	4,73	4,77	4,65
Mađarska	351,2	358,5	388,8	415,0	417,5
Česka	26,46	25,64	24,64	24,73	24,40
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	4,94	4,99	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	70,9	77,1	88,8
Ukrajina	30,8	32,3	34,2	42,1	46,8
Bjelorusija	2,79	3,02	2,83	3,04	3,61
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	1,12	1,14	1,18	1,05	1,03

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



Pod prijetnjom stagflacije

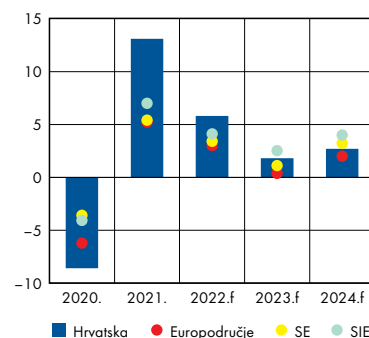
Snažan i široko rasprostranjen rast gospodarstva u prvom polugodištu godine premašio je 7% predvođen izvozom usluga, osobnom potrošnjom i obnovom zaliha. Uslijedila je središnja turistička sezona s rastom noćenja i još snažnijim rastom prihoda. Istovremeno tržište rada nastavilo je bilježiti pad nezaposlenosti i rast zaposlenosti, ali i sve izraženiji pad realnih plaća kao izravna posljedica snažnih i rastućih inflatornih pritisaka. Percepcija inflacije ostaje visoka što izravno utječe na raspoloženje i optimizam potrošača koji se zadržava na razmjerno niskim razinama. Prvi znakovi usporavanja gospodarstva primjetni su u najnovijim visokofrekventnim pokazateljima za rujan, a s približavanjem kraja godine oni bi trebali biti i sve izraženiji. Čak i u takvom scenariju, prema našim očekivanjima realna stopa rasta BDP-a u 2022. godini iznositi će visokih 5,8%.

Nastavak rata u Ukrajini, energetska kriza, inflatorni pritisci diljem Europe i pad raspoloživog dohotka neki su od nepovoljnih čimbenika s kojima ćemo dočekati izrazito izazovnu 2023. godinu. Štoviše, prema očekivanjima euro područje će već na prijelazu u novu godinu zakoračiti u recesiju, a njena jačina i dubina uvelike će odrediti ekonomske izgleda Hrvatske. Za sada ostajemo razmjerno pozitivni i projiciramo stopu rasta od 1,8% s naglašenim negativnim rizicima, koji bi u slučaju materijalizacije Hrvatsku gurnuli prema stagnaciji gospodarske aktivnosti. Inflacija potrošačkih cijena zadržavat će se na dvoznamenkastim razinama i sljedeće tromjesečje s laganom, ali tek postepenom tendencijom opadanja. Povratak stope rasta potrošačkih cijena ispod 2% ne očekuje se ni u sljedećoj 2023. I dok je u 2022. godini rast cijena bio blagonaklon prema priljevima u državni proračun, rezultirajući u sužavanju manjka u državnoj blagajni i smanjenju omjera javnog duga i (nominalnog) BDP-a, u 2023. kreatori ekonomske politike naći će se u situaciji pritiska na rast plaća uz istovremeno zamjetno usporavanje osobne potrošnje koja generira najizdašniji prihod u državni proračun, PDV. Iako su naša očekivanja nešto konzervativnija od Vladinog plana proračuna 2023., ona odražavaju još uvijek zadovoljavanje kriterija iz Maastrichta. S druge strane euro područje i izgledni ulazak Hrvatske u područje Schengena kao i ispunjavanje mjerila za povlačenje sredstava iz NPOO neki su od čimbenika koji potencijalno Hrvatskoj daju priliku za snažnije, otpornije i održivije gospodarstvo.

Ustrajni inflatorni pritisci iziskuju oštar odgovor monetarne politike, ali Europska središnja banka i dalje zaostaje za FED-om. Tek u srpnju ove godine ESB je odlučila podići referentne kamatne stope po prvi put nakon 2011. i time jednim potezom zaključiti razdoblje politike negativnih kamatnih stopa. Dinamika stezanja ovisit će o dinamici inflacije, a trenutno je izgledan fokus na obuzdavanje inflatornih pritisaka nauštrb gospodarskog rasta odnosno daljnje stezanje za minimalno 125 bb do kraja godine. Visoka likvidnost u financijskom sustavu, smanjenje premije rizika i visoka konkurencija na bankovnom tržištu čimbenici su koji uvelike obuzdavaju rast kamatnih stopa na hrvatskom tržištu.

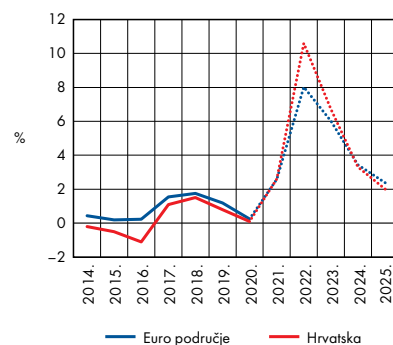
Sentiment na globalnim dioničkim tržištima pretežito je negativan. Unatoč tomu što dionički indeksi bilježe dvoznamenkaste minuse od početka godine, zasad nema naznaka izraženijeg oporavka. Naprotiv, smatramo da europska tržišta imaju još negativnog potencijala, u skladu s očekivanim klizanjem gospodarstva u recesiju. Stoga u sljedećim mjesecima očekujemo nastavak pojačane volatilnosti.

BDP, godišnja realna promjena



Izvori: Nacionalni statistički uredi, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Euro područje: prognoze kamatnih stopa i prinosa

	pro. 22.	ožu. 23.	lip. 23.	ruj. 23.
ESB ref. stopa	2,50	3,00	3,00	3,00
Depozitna stopa	2,00	2,50	2,50	2,50
Euribor 3mj.	2,25	2,60	2,60	2,60
Njem. 2-god. prinos	2,30	2,50	2,40	2,35
Njem. 10-god. prinos	2,30	2,40	2,30	2,20

Izvor: RBI/Raiffeisen istraživanja

Zrinka Živković Matijević

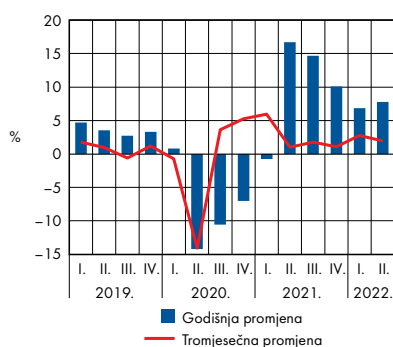


Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Izgledno (zamjetno) usporavanje

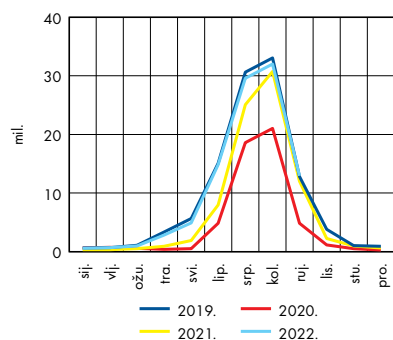
- Izvoz usluga i osobna potrošnja nastavljaju predvoditi rast
- Nada da će investicije ublažiti usporavanje i spriječiti recesiju
- Sve "oči uprte u 2023."

BDP, realna promjena



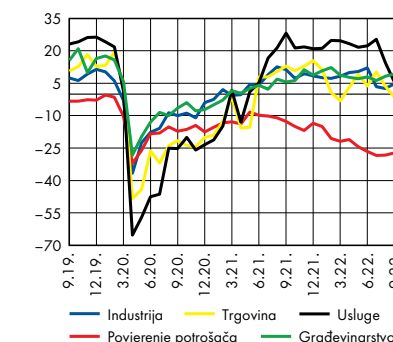
Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

Turizam, noćenja



Izvor: HTZ, Raiffeisen istraživanja

Indeksi povjerenja



Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Snažan i široko rasprostranjen rast gospodarske aktivnosti nastavio se u drugom ovogodišnjem tromjesečju kada jača značaj uslužnog sektora. Zamjetno bolja epidemiološka slika i blaže mjere u nizu europskih država i Hrvatskoj za posljedicu su imali snažan oporavak izvoza usluga što je uz nastavak solidnog rasta osobne potrošnje gurnulo realnu tromjesečnu stopu rasta BDP-a na 2%. Realna promjena u odnosu na godinu ranije iznosila je razmjeno visokih 7,7%. Nastavljen je rast državne potrošnje, dok su investicije unatoč padu na tromjesečnoj razini zabilježile godišnju realnu promjenu od 5%. Jačanje inozemne i domaće potražnje za posljedicu su imali rast uvoza, ali je ipak zabilježen pozitivan doprinos neto inozemne potražnje.

Kumulativno, u prvoj polovici godine gospodarstvo Hrvatske zabilježilo je stopu rasta od 7,3% što je uz Sloveniju jedna od najviših stopa rasta unutar EU. S takvim stopama rasta u dosadašnjem dijelu godine, te čak i uz projicirano usporavanje gospodarske aktivnosti izgledan je rast od preko 5,5 posto na razini cijele godine.

Do sada dostupni visokofrekventni pokazatelji trećeg tromjesečja sugeriraju nastavak rasta, ali uz nešto blažu dinamiku. Predmnijevamo da će **rast u trećem tromjesečju ponovno predvoditi izvoz, osobito usluga te osobna potrošnja**. Rast izvoza usluga prvenstveno je posljedica odlične turističke sezone. Naime, putovanja odnosno turizam čine značajan dio usluga (preko 60%), a u tijeku središnje turističke sezone (srpanj i kolovoz) ostvareno je 10,3% više noćenja na godišnjoj razini. Time je dosegnuto 97% povijesno uspješne 2019. Uz to, preliminarni podaci za post sezonu (rujan) ukazuju na rast noćenja na godišnjoj razini i u odnosu na 2019. S druge strane, uzimajući u obzir rast cijena u djelatnostima smještanja, pripreme i usluživanja hrane prihodi od turizma zasigurno su uz dvoznamenkaste stope rasta nadmašili i prošlu i 2019. godinu. Takva kretanja zasigurno su ublažila nepovoljne učinke nastavka pada realnih plaća započetih na početku drugog tromjesečja.

S druge strane, **tržište rada** obilježava pad nezaposlenosti uz istovremeni nastavak rasta zaposlenosti. Nedostatak radne snage primjetan je i kroz veći broj radnika iz trećih zemalja čiji se broj zahtjeva za rad u prvih osam mjeseci ove godine približio 90 tisuća. Tržište rada trebalo bi nastaviti bilježiti pozitivne trendove i tijekom 2023., ali slabijim intenzitetom odražavajući privremeno usporavanje gospodarske aktivnosti.

Narušeni optimizam i očekivanja potrošača, kao posljedica visoke (percepcije) inflacije i neizvjesnosti, mogli bi se materijalizirati osobito u posljednjem tromjesečju kroz usporavanje rasta osobne potrošnje. Ankete o pouzdanju potrošača pokazuju kako su potrošačka očekivanja na razinama s početka pandemije COVID-19. S druge strane poslovno pouzdanje nalazi se i dalje u svim djelatnostima iznad svoga dugoročnog prosjeka.

Međutim, ukoliko se projekcije o ulasku euro područja u recesiju prema kraju godine obistine, neminovno će doći do smanjenja potražnje za hrvatskim izvozom budući da preko 50% svog izvoza roba i usluga Hrvatska plasira u države članice euro područja (70% u EU). Uz istovremeno i dalje visoke cijene uvoznih roba (osobito energenata), posljednje tromjesečje moglo bi donijeti neto negativan doprinos inozemne potražnje. Posustajanje ekonomske aktivnosti polako se uočava u stopama rasta industrijske proizvodnje koja je na početku trećeg tromjesečja smanjena u odnosu na razdoblje od ožujka do lipnja, ali još uvijek unatoč rastućim troškovima te i dalje prisutnim poremećajima u lancima opskrbe bilježi pozitivne godišnje stope rasta. Međutim, već opisano vanjsko okruženje te usporavanje domaće potražnje trebalo bi se osjetiti i na podacima industrijske proizvodnje do kraja godine te u prvoj polovici 2023.

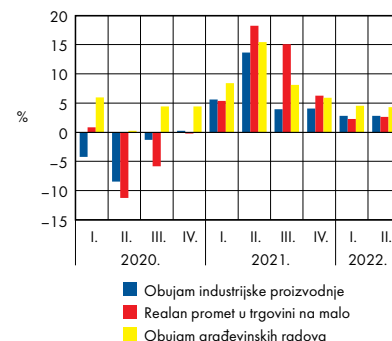
Ukratko, potencijalno klizanje euro područja u recesiju na prijelazu iz 2022. u 2023., visoka neizvjesnost u okruženju rata i razmjerno snažnih inflatornih pritisaka te posljedično nepovoljni utjecaj ne samo na raspoloživi dohodak, već i na povjerenje potrošača i poduzeća glavni su razlozi zašto smo revidirali prognozu **BDP-a za 2023. godinu s 2,7% na 1,8%.**

S pozitivne strane, od **2023. Hrvatska će postati članica euro područja i vjerojatno dio schengenskog područja** što će olakšati razmjenu roba i usluga. Pri tome će izvoz usluga (prvenstveno uspješnost turizma u 2023.) uvelike ovisiti o duljini potencijalne recesije u Europi kao i sposobnošću da se inflacija obuzda, a raspoloživi dohodak očuva i kroz upotrebu različitih fiskalnih mjera diljem Europe. Stabilan doprinos rastu trebao bi doći od investicijske aktivnosti osobito javnog sektora budući da se barem prema informacijama iz Vlade već u ovoj godini namjerava započeti s preko 70 posto planiranih investicija iz Nacionalnog programa za oporavak i otpornost.

Na temelju ispunjenja svih reformskih mjera predviđenih unutar NPOO, Hrvatska je u rujnu poslala zahtjev za isplatu druge tranše sredstava u iznosu 700 mil. eura. Također ostaje činjenica da su Hrvatskoj na raspolaganju sredstva iz prethodne financijske omotnice europskih fondova. Zaključno s rujnom Hrvatska je povukla nešto više od polovice sredstava, a mogućnost korištenja sredstava je do kraja 2023., odnosno 3 godine nakon završetka proračunskog razdoblja. Iskustva iz prethodnih proračunskih razdoblja korištenja EU fondova potvrđuju da je iskoristivost sredstava upravo najveća nakon završetka proračunskog razdoblja.

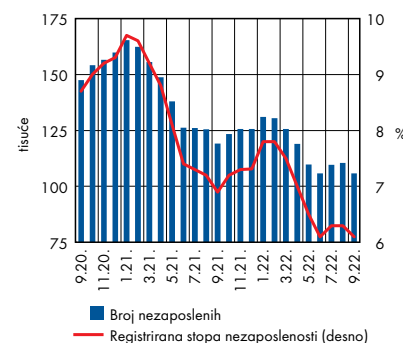
Rizici naših projekcija za 2023. izloženi su negativnim rizicima i uvelike ovisni o geopolitičkim kretanjima osobito povezanim s ratom u Ukrajini, energetske krizi u Europi te duljini i dubini potencijalne recesije u euro području kao i uspješnosti obuzdavanja inflacije na najvažnijim emitivnim tržištima. Za sada su kompanije dovoljno kapitalno jake da čak i u slučaju kratkotrajne recesije neće otpuštati radnike što će ublažavati pad realnog raspoloživog dohotka. Ipak, produbljivanje energetske krize u Europi s rastom cijena uvelike bi opteretilo europska gospodarstva te u konačnici zamjetno smanjilo raspoloživi dohodak što bi se neminovno jače odrazilo i na Hrvatsku. Od lokalnih čimbenika osobito važna bit će sposobnost povlačenja i korištenja europskih sredstava, ali ne samo u kratkoročnom razdoblju, već također za ostvarivanje snažnije otpornosti i održivosti rasta.

Visokofrekventni pokazatelji, godišnje promjene



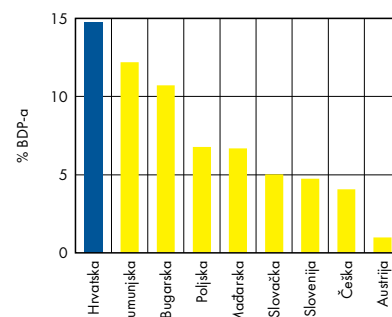
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Procjena raspoloživih EU sredstava do kraja 2023.*



* Preostali iznos iz financijske omotnice 2017. – 2020. + 50% sredstava NPOO

Izvori: EK, VRH, Raiffeisen istraživanja

Zrinka Živković Matijević

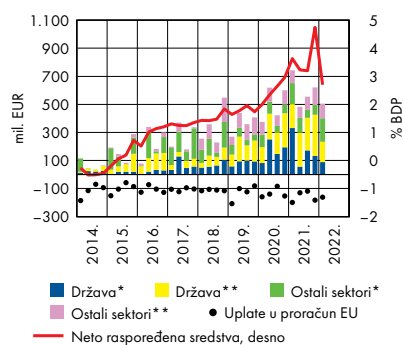


Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

Fondovi EU – sve značajniji čimbenik financiranja manjka u robnoj razmjeni

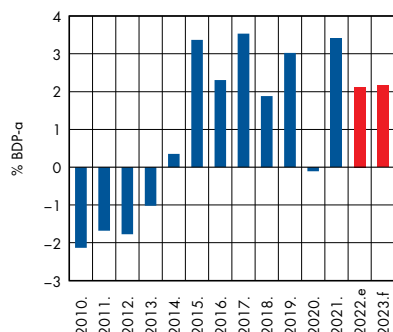
- U drugom tromjesečju višak na tekućem računu platne bilance sužen na 0,2% BDP-a
- Uobičajeno pozitivan doprinos dolazi s računa usluga

Transakcije s proračunom EU-a



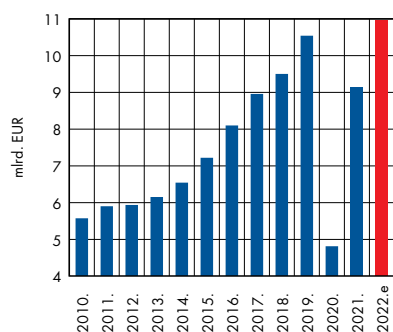
*tekući prihodi, **kapitalni prihodi
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizma



Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

Manjak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance u drugom tromjesečju 2022. produbio se na 646 mil. eura, dok je manjak na tekućem računu iznosio milijardu eura. Kumulativno u zadnja četiri tromjesečja, višak na tekućem i kapitalnom računu iznosio je 2,5% BDP-a, što je za 3,1 postotni bod manje nego u cijeloj 2021. **Na tekućem računu platne bilance** zabilježen višak se u promatranom razdoblju spustio na **0,2% BDP-a** (3pb manje nego u 2021.). Unatoč nastavku visokih nominalnih stopa rasta robne razmjene, pogoršanje salda na tekućem računu bilance plaćanja rezultat je **snažnog produbljivanja manjka na računu roba** za čak 64,7% u odnosu na isto razdoblje 2021. Naime, visoke stope rasta uglavnom odražavaju daljnji rast cijena energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu kao rezultat poremećaja u globalnim opskrbnim lancima koji su dodatno intenzivirani ratom u Ukrajini. Međutim, rast izvoza roba (40,5% godišnje) bio je ipak skromniji od rasta uvoza (+50,5%), što je doprinijelo povećanju manjka. Očekivano, snažno pogoršanje u robnoj razmjeni ublaženo je **rastom neto izvoza usluga odnosno rasta prihoda od turističke potrošnje** nerezidenata. Pri tome rast turističkih prihoda odražava i značajan rast cijena smještaja i hrane, uz nastavak oporavka fizičkih pokazatelja u turizmu. Višak na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija blago je porastao dok se saldo na računu primarnog dohotka nije značajnije mijenjao s obzirom na to da je, prema navodima iz središnje banke, rast neto prihoda od naknada privremeno zaposlenih osoba u inozemstvu u potpunosti nadomješten većim neto rashodima od izravnih vlasničkih ulaganja, odnosno većom dobiti poduzeća u stranom vlasništvu, i to poglavito u djelatnostima smještaja, trgovine motornim vozilima te naftnoj industriji.

Očekujemo da će se manjak na podračunu roba tijekom ove, ali i u 2023. godini značajno proširiti kao posljedica snažnog nominalnog rasta vrijednosti uvoza zbog viših cijena, osobito energenata. Ipak, negativni saldo na računu roba neće, kao u godinama prije pristupanja EU, dovesti do manjka na tekućem računu platne bilance, već će ovaj ključni pokazatelj makroekonomskih neravnoteža ostati u suficitu zahvaljujući izvozu usluga, doznakama radnika iz inozemstva, ali i sve izdašnjim priljevima sredstava iz europskih fondova. Uz navedeno, već u 2022. primjetan će biti dodatan priljev ovih sredstava u okviru Nacionalnog plana oporavka i otpornosti. Tako sredstva iz europskih fondova postaju sve značajniji čimbenik financiranja manjka u robnoj razmjeni. Ipak, višak na tekućem računu u ovoj godini bit će na značajno nižim razinama u odnosu na 2021.

Povoljna kretanja u gospodarstvu rezultirala su **poboljšanjem relativnog pokazatelja bruto inozemne zaduženosti**, koji je na kraja prvog polugodišta 2022. iznosio 75,9% BDP-a (1,4 pb manje u usporedbi s krajem ožujka 2022. te 8,7pb manje u odnosu na lipanj 2021.). Na razini cijele 2022. očekujemo povećanje bruto inozemnog duga u apsolutnom izrazu. Ipak, relativni bi se pokazatelj zahvaljujući snažnoj gospodarskoj aktivnosti i porastu nominalnog BDP-a tijekom 2022. mogao primjetno poboljšati na oko 70% BDP-a, što bi bilo ispod pretkrizne razine s kraja 2019. kada je iznosio 72,4% BDP-a.

Elizabeta Sabolek Resanović

Inflacija ne posustaje

- Novi paket Vladinih mjera ograničava rast cijena energije i određenih prehrambenih proizvoda
- Temeljna inflacija u dvoznamenkastom području

Godišnja stopa inflacije mjerena indeksom potrošačkih cijena zadržava se na dvoznamenkastim razinama od svibnja 2022. godine s tendencijom ubrzanja. Iako je detaljniji pogled u mjesečne promjene tijekom ljeta mogao upućivati na određeno usporavanje inflatornih pritisaka, podaci za rujnu donijeli su novo ubrzanje rasta potrošačkih cijena i na mjesečnoj (+1,5%) i na godišnjoj razini (+12,8%). Rast bi bio i veći da Vlada sredinom rujna nije donijela još jedan paket mjera usmjerenih na ublažavanje i obuzdavanje inflatornih pritisaka.

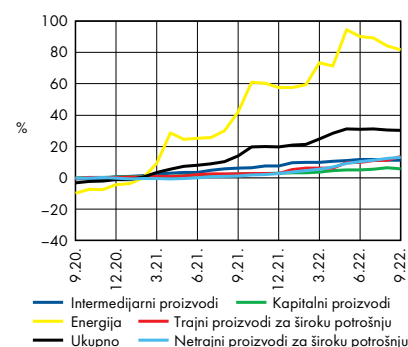
Osim ograničavanja rasta cijena energije (električne energije, toplinske energije te od ranije cijene plina za kućanstva), paket sadrži i administrativno limitiranje određenih prehrambenih proizvoda (poput mlijeka, ulja, šećera, brašna i pojedinih vrsta mesa). Ograničavanje i posljedično spuštanje cijena na temelju odluke Vlade poguralo je prosječne cijene hrane prema nižim razinama u odnosu na kolovoz. Po prvi put u posljednjih godinu dana cijene hrane su tako zabilježile blagi pad na mjesečnoj razini. Ipak, one su još uvijek u prosjeku više za gotovo 20%. Rujanski paket Vladinih mjera vrijedan je 25 mlrd. kuna ili 2,5 mlrd. eura (4% BDP-a) od čega 1,1% BDP-a možemo okarakterizirati kao mjere za direktno ublažavanje ili suzbijanje inflatornih pritisaka. Pojedinačno, najveći dio paketa odnosi se na ograničavanje rasta i fiksiranje cijene električne energije za kućanstva do 1. ožujka 2023. Uz to cijene električne energije su ograničene za javni i neprofitni sektor te poduzetnike. Ukupan trošak regulacije cijena električne energije snosit će HEP, a on se procjenjuje na 6 mlrd. kuna. Preostale mjere odnose se na porezno rasterećenje i smanjenje trošarina na gorivo te naknade i potpore za socijalno ugrožene skupine, nezaposlene, studente i sl.

Međutim, izdašni paketi anti inflatornih mjera u 2022. (4,1% BDP-a) tek ublažavaju, ali ne zaustavljaju snažnije inflatorne pritiske. **U prvih devet mjeseci rast potrošačkih cijena iznosio je 9,9%.** Pri tome gotovo 65% ili 6,4 postotna boda rasta možemo objasniti rastom cijena hrane i energije. Iz mjeseca u mjesec primjetno je snažno jačanje doprinosa i ostalih sastavnica košarice potrošačkih dobara. Štoviše, **temeljna stopa inflacije** koja ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda i energije ni cijene proizvoda koje su administrativno reguliraju, premašila je osnovnu stopu inflacije u kolovozu s tendencijom daljnjeg ubrzanja, jasno održavajući prelijevanje pritisaka rasta i na ostale sastavnice indeksa potrošačke košarice.

Izgledno je zadržavanje rasta potrošačkih cijena u dvoznamenkastom teritoriju do kraja godine, ali i tijekom prvog tromjesečja 2023. U navedenom razdoblju očekujemo da će temeljna stopa premašivati osnovnu stopu inflacije.

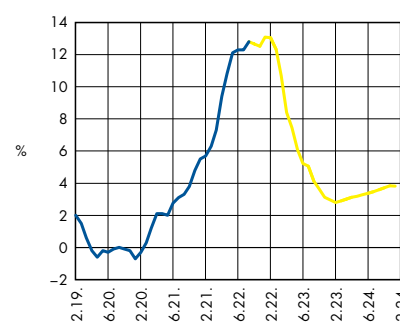
U uvjetima zadržavanja visokih cijena energije i hrane, nakon prvog tromjesečja 2023. prosječne godišnje stope rasta potrošačkih cijena trebale bi imati tendenciju postepenog i blagog opadanja. Povratak stopa rasta potrošačkih cijena ispod 2% ne očekujemo ni u sljedećoj 2023. godini.

Proizvođačke cijene *, godišnja promjena



* na domaćem tržištu
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Predviđanje inflacije *, godišnja promjena



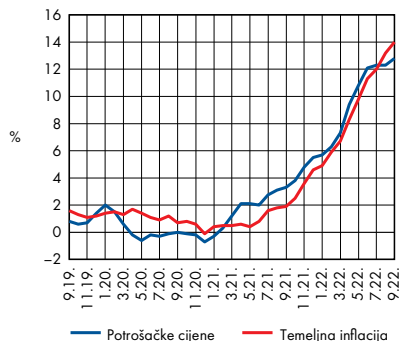
* CPI Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Doprinosi godišnjoj stopi inflacije u razdoblju sij. – ruj.



* Prosječna stopa inflacije u razdoblju sij. – ruj. 2022. iznosila je 9,9%
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Indeks potrošačkih cijena, god. promjena

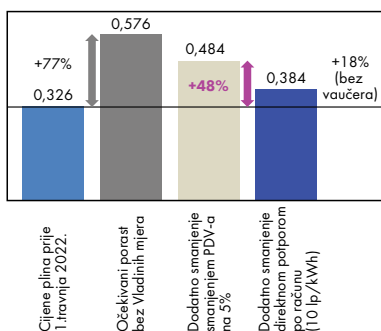


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Ostaje za vidjeti hoće li Vlada nastaviti ograničavati rast cijena energije i nakon 1. travnja 2023. ili će dopustiti usklađivanje cijena s tržišnim uvjetima. Uz to, ne smatramo da se prelijevanje rasta proizvođačkih cijena u industriji, a osobito cijena intermedijarnih proizvoda, završilo. 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. Uz učinak baznog razdoblja, prosječna stopa inflacije za cijelu godinu spustit će se s 10,6% u 2022. na 6,7% u 2023.

Zrinka Živković Matijević

Očekivani porast cijene plina za kućanstva u kn/kWh



Izvori: VRH, Raiffeisen istraživanja

Zaoštavanje monetarne politike ESB-a

- **Povećanje referentnih kamatnih stopa uslijed visoke i ustrajne inflacije**
- **Izazovno okruženje za financijska tržišta koje karakterizira izrazita volatilnost**

U okruženju izrazito izraženih inflatornih pritisaka Europska središnja banka nastoji **intenzivirati dinamiku povećanja referentnih kamatnih stopa**. Cilj je spriječiti monetarnu politiku u podržavanju konačne potražnje, odnosno spriječiti inflaciju potaknutu s potražne strane. Središnja banka opisuje ovaj plan kao „**normalizaciju razine referentnih kamatnih stopa**“.

Međutim, pretpostavljamo da središnja banka neće samo prekinuti ekspanzivni karakter monetarne politike, već istu namjerava koristiti **u smjeru obuzdavanja inflacije**. U trenutnom okruženju visoke neizvjesnosti, nejasno je koliko snažno zaoštavanje će biti potrebno za stabilizaciju razine cijena. Strukturalne promjene (restrukturiranje opskrbnih lanaca ili trgovinskih odnosa) mogle bi se odražavati na proizvodnju kroz dulji vremenski period, zbog čega također trenutni inflatorni pritisci pokazuju ustrajni karakter. Čak i ostvarenje lošijih ekonomskih izgleda možda neće biti dovoljno za značajno smanjenje inflacije. Fiskalne mjere, poput kompenzacije za visoke cijene energije ili intervencije u energetske djelatnosti, utjecat će na gospodarstvo i trend inflacije u narednim mjesecima. Konačno, rat u Ukrajini i sankcije predstavljaju i dalje visok stupanj neizvjesnosti. Slijedom navedenog, središnja banka europodručja **stavlja naglasak na nadolazeće makroekonomske podatke, a ne na dugoročne prognoze**. Smatramo da će se temeljna inflacija (koja isključuje energiju i hranu) zadržati na razinama od oko 5% do prvog tromjesečja 2023. i tek u nastavku godine započeti lagani silazni trend. Dakle, ni prijeteca recesija ne bi trebala u početku spriječiti središnju banku od poduzimanja mjera protiv inflacije.

Sa stajališta ESB-a, monetarna politika mora odgovoriti na svaki nepoželjni rast **inflacijskih očekivanja**. Svaki inflacijski šok predstavlja opasnost od porasta inflacijskih očekivanja, što zatim dovodi do spirale rasta potrošačkih cijena (tzv. „samoispunjavajuće proročanstvo“) i otežava borbu središnje banke u stabilizaciji razine cijena. ESB želi suzbiti spomenute tendencije s vjerodostojnim nastupom kao čuvar stabilnosti cijena. Međutim, nema prijetnje od politike poput one iz kasnih 1970-ih i ranih 1980-ih, kada su referentne kamatne stope brzo podignute iznad stope inflacije. Za razliku od 70-ih, na pomolu je realan pad dohotka kućanstava. Rigidna intervencija u smjeru prekidanja spirale nadnica iz današnje perspektive čini se nerealna.

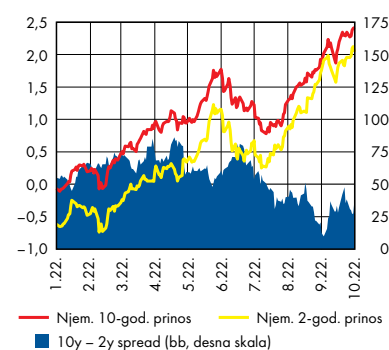
Zaoštavanje monetarne politike trenutačno je koncentrirano na **razinu kamatnih stopa**. Europska središnja banka još uvijek ne smanjuje svoju bilancu, kao što to čini američki FED. Vijeće ESB-a ne pruža smjernice o **opsegu i dinamici ciklusa povećanja kamatnih stopa**, nego promovira pristup praćenja nadolazećih relevantnih ekonomskih podataka i donošenja odluka od sastanka do sastanka. Ipak, postoje određeni signali budućih odluka, a odnose se na izjave predsjednice Lagarde koja je na rujanskom sastanku naznačila povećanje referentnih stopa na naredna dva do tri sastanka. Stoga se čini jasnim da je želja do kraja godine postići „neutralnu“ razinu kamatnih stopa pri kojoj se ne potiče niti ne usporava ekonomija.

Euro područje: ekonomske prognoze, %, god. prom.

		2023.	2024.	2024.
BDP	ESB	3,1	0,9	1,9
	RBI	3,0	0,3	2
Inflacija	ESB	8,1	5,5	2,3
	RBI	8,0	6,0	3,4
Temeljna inflacija	ESB	3,9	3,4	2,3
	RBI	3,9	4,6	3,2

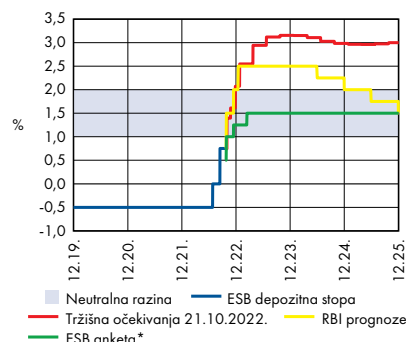
Izvor: ESB, RBI/Raiffeisen istraživanja

Volatilan uzlazan trend njemačkih prinosa



Izvor: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

Tržišna očekivanja u vezi s politikom ESB-a naginju restriktivnoj strani



*ECB Survey of Monetary Analysts.

Izvori: Refinitiv, RBI/Raiffeisen istraživanja

SAD: kamatne stope i prinosi

	21.10.22	12.22.	3.23.	6.23.	9.23.
Fed ref. stopa	3,25	4,50	4,75	4,75	4,75
SOFR	3,03	4,25	4,55	4,55	4,55
USD Libor 3mj.	4,36	4,55	4,65	4,65	4,65
2-god. prinos	4,51	4,60	4,50	4,30	4,00
10-god. prinos	4,26	4,20	4,00	3,80	3,60

Izvori: Fed, Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

Euro područje: kamatne stope i prinosi

	21.10.22	12.22.	3.23.	6.23.	9.23.
ESB ref. stopa	1,25	2,50	3,00	3,00	3,00
Depozitna stopa	0,75	2,00	2,50	2,50	2,50
Euribor 3mj.	1,54	2,25	2,60	2,60	2,60
Njem. 2-god. prinos	2,06	2,30	2,50	2,40	2,35
Njem. 10-god. prinos	2,45	2,30	2,40	2,30	2,20

Izvori: ESB, Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

Uzimajući u obzir mišljenje ESB-a i naše pretpostavke o daljnjem kretanju gospodarstva, očekujemo povećanje **referentnih stopa za 75bb u listopadu i 50bb u prosincu**. Također je moguće **dodatno podizanje u prvom tromjesečju 2023.**, prije usvajanja blago restriktivne kamatne politike. Očekujemo ili konačno povećanje od 50bb u veljači ili sporiji tempo u novoj godini s povećanjem od 25 baznih bodova u veljači i ožujku.

Naša prognoza za nadolazeću godinu pod utjecajem je **povećane neizvjesnosti**. Naime, središnja banka europa-dručja mogla bi izbjegavati daljnja povećanja kamatnih stopa ako bi gospodarsko usporavanje naglo napredovalo. S druge strane, ustrajno visoka temeljna inflacija mogla bi, po našem mišljenju, potaknuti središnju banku u korištenju restriktivnije politike (100bb povećanja referentnih stopa u 2023.).

Uz referentne kamatne stope, potrebno je obratiti pozornost i na **druge instrumente za upravljanje monetarnom politikom**. Operacijama refinanciranja i programima kupnje obveznica, ESB utječe, između ostalog, na likvidnost (središnje banke) koja je važan čimbenik za uvjete financiranja i uvjete na financijskom tržištu. Visoka razina viška likvidnosti (u posljednje vrijeme oko 4.500 milijardi eura) osigurava npr. da je **depozitna stopa ESB-a najvažnija referentna točka za tržište novca**.

Volumen **operacija refinanciranja** vjerojatno će se značajno smanjiti u nadolazećoj godini (1.200 mlrd. eura dospijeva u lipnju 2023., dok će sve nove dugoročne operacije refinanciranja vjerojatno postati manje atraktivne). **Volumen obveznica u bilanci ESB-a** također bi se mogao smanjiti. Prema odluci ESB-a, dospjele obveznice PEPP-a (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) će se u potpunosti reinvestirati do kraja 2024. godine. S druge strane, udjeli obveznica APP-a (*Asset Purchase Programme*) trebali bi ostati konstantni u određenom vremenskom razdoblju nakon prvog povećanja referentne kamatne stope. To bi moglo značiti da će kvantitativno stezanje početi već u 2023. (u slučaju APP-a). Međutim, dodatni program otkupa obveznica nedavno je najavljen, tzv. *Transmission Protection Instrument* (TPI). Sve u svemu, u skorijoj budućnosti ne očekujemo **povratak u okruženje smanjenje likvidnosti središnje banke** niti povratak glavne stope refinanciranja kao referentne stope koja određuje kretanja na novčanom tržištu.

Tržišta kamatnih stopa dugo nisu bila tako nestabilna. Krivulja **njemačkih državnih obveznica**, kao referentne krivulje europa-dručja, nedavno je dosegla razine volatilnosti koje čak premašuju prošle krize. Trenutna energetska kriza utječe na volatilnost barem jednako kao financijska kriza, dužnička kriza europa-dručja ili korona kriza. Prinos na **10-godišnji Bund** dobra je ilustracija nestabilnog okruženja. Naime, između početka ožujka i sredine lipnja 2022., prinos je porastao za 180bb, da bi ponovno pao za 100bb do početka kolovoza, a zatim se ponovno popeo za 140bb do kraja rujna.

Karakteristika povećanja prinosa posljednjih mjeseci bilo je **izravnanje** krivulje njemačkih referentnih obveznica. U trećem tromjesečju, razlika prinosa između

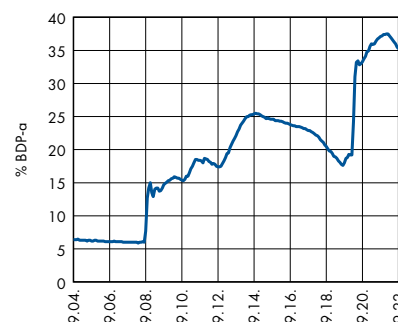
10-godišnjeg i 2-godišnjeg dospelja pala je na 10bp, što je posljednji put zabilježeno početkom 2021. Međutim, tada se 10-godišnji prinos kretao oko -0,6%. U okruženju rastućih kamatnih stopa, izravnavanje krivulje prinosa proizlazi iz nesrazmjernog porasta kraćih rokova dospelja. **Prinosi na kraće rokove** pod snažnijim su utjecajem očekivanja monetarne politike. Stoga su signali o dinamici povećanja referentnih kamatnih stopa od strane ESB-a od iznimne važnosti, a odnose se ili na izjave središnje banke ili na objave važnih makroekonomskih podataka.

Volatilnost koja je vidljiva na tržištu obveznica stoga ide ruku pod ruku s promjenama u **tržišnim očekivanjima ESB-ovog povećanja referentnih stopa**. Smatramo da će tržišna očekivanja, a time i krivulje prinosa, nastaviti naginjati prema **agresivnijem pristupu** ESB-a u nadolazećim mjesecima, pogotovo do kraja godine. Trenutno okruženje intenziviranja dinamike monetarnog stezanja kao odgovora na ustrajnost visoke inflacije može se ocrtati promatranjem razvoja **realnih prinosa i inflacijskih očekivanja**. Iako su se dugoročna inflacijska očekivanja ustalila u rasponu između 2% i 2,3%, pritisak na rast realnih prinosa se nastavlja. U ovom trenutku, može se smatrati da su dugoročna inflacijska očekivanja na tržištu približno u skladu s ciljanom inflacijom. Iznenađenja u objavama inflacije, osobito u temeljnoj stopi, vjerojatno bi vršila pritisak na realne prinose, a ne na inflacijska očekivanja. Međutim, navedeno je pod pretpostavkom da središnja banka ne izgubi **vjerodostojnost** kao čuvar stabilnosti cijena.

U skladu s tržišnim očekivanjima da će ESB-ova depozitna stopa biti između 2,5% i 3% u 2023., prinos na dvogodišnju njemačku referentnu obveznicu premašio je razinu od 2%. Povećanje **swap spread-ova** bilo je još izraženije. Od početka godine 10-godišnji **swap spread** se udvostručio, a 2-godišnji čak i utrostručio. Povećanje referentnih stopa stoga su na tržištu swap-ova bile izraženije nego na tržištu obveznica. Povećana neizvjesnost o opsegu i dinamici ciklusa povećanja referentnih stopa pomiče ravnotežu ponude i potražnje **hedging-a** kamatnih stopa. Također, atribut krivulje Bund-a kao sigurnog utočišta u svjetlu neizbježnog gospodarskog usporavanja i tmurnog tržišnog okruženja doprinose povećanju swap spread-ova. Normalizacija bi trebala doći tek u srednjem roku, a slične faze u prošlosti također su bile kratkotrajne.

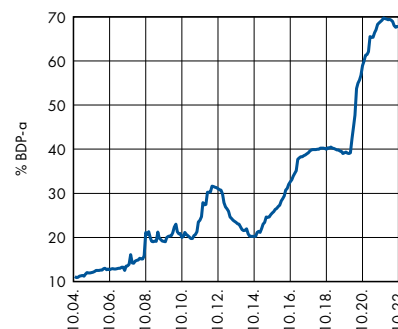
Naša ažurirana prognoza odražava uzlazni trend pritiska na prinose u kratkom roku (u narednim mjesecima), izravnavanje ili čak blago inverznu krivulju u 2023. i zadržavanje prinosa blizu ili ispod sadašnjih razina u dugoročnom razdoblju (godine). Za sljedećih nekoliko mjeseci, prognoze odražavaju rizik/nisigurnost na tržištu od kontinuiranog oštrijeg pristupa ESB-a koji djeluje u smjeru obuzdavanja rasprostranjenih inflacijskih pritisaka i na temeljnu stopu inflacije. Međutim, u okruženju značajnog slabljenja gospodarskog rasta ili recesije, povećana volatilnost je očekivana. Istovremeno se ne mogu isključiti nagađanja da će potencijalno kvantitativno zaoštavanje (smanjenje ponovnih ulaganja u APP) izazvati uzlazni pritisak na termske premije, što bi posebno trebalo utjecati na krivulju Bund-a. Dugoročno gledano, očekujemo povratak kamatnih stopa na neutralni raspon i niže prinose u odnosu na trenutna očekivanja tržišta. Međutim, sve dok neizvjesnost o trajnosti temeljne inflacije ostaje dominantan čimbenik, normalizacija kamatnih stopa (naniže) neće biti u fokusu tržišta.

Bilanca Feda



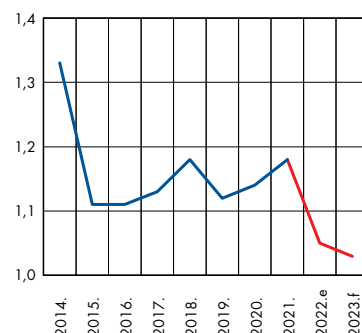
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Bilanca ESB-a



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

EUR/USD, prosjek

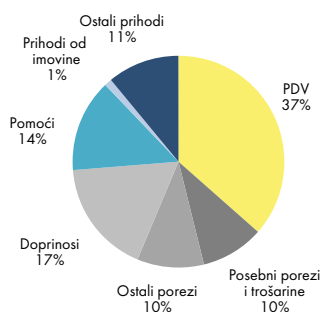


Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Uz drugi rebalans proračuna, javne financije stabilno

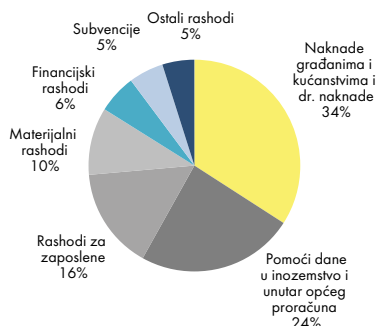
- Izdašni priljevi proračuna u dosadašnjem dijelu godine
- Snažan rast prinosa prati globalna i regionalna kretanja

Prihodi poslovanja u prvom polugodištu 2022. *



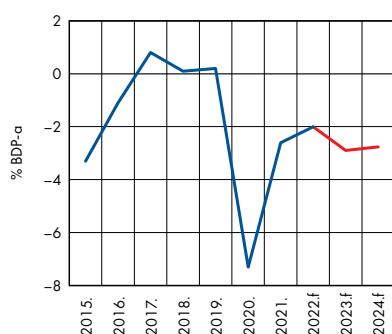
*državni proračun
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Rashodi poslovanja u prvom polugodištu 2022. *



*državni proračun
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Saldo proračuna opće države



*konsolidirana opća država, ESA 2010
Izvori: EDP izvještaj, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Detaljna statistika kretanja u državnoj blagajni dostupna je za prvo polugodište 2022. Ukupni prihodi državnog proračuna u tom razdoblju bili su viši za 7% godišnje, a najznačajnija kategorija, porezni prihodi, rasli su dvoznamenkastih 19,2% podržani najizdašnijim proračunskim priljevom, prihodima od PDV-a. Takvo kretanje u najvećoj je mjeri rezultat rasta osobne i turističke potrošnje, uključujući naravno i učinke pojačane inflacije. Prihodi od poreza na dobit također su rasli, po godišnjoj stopi od visokih 37,7% zahvaljujući snažnom rastu dobiti poduzetnika tijekom 2021. s obzirom na to da se prihod od poreza na dobit u tekućoj godini uplaćuje temeljem poslovanja poduzetnika prethodne godine. Značajan učinak na prihode proračuna imaju i sredstva iz EU fondova. Ukupni prihodi od pomoći u prvom polugodištu 2022. iznosili su 11,2 mlrd. kuna od čega se 93% odnosi na prihode od pomoći međunarodnih organizacija te institucija i tijela EU, koji su izravno vezani uz projekte financirane iz EU proračuna. Navedeno ohrabruje jer povlačenje sredstava iz fonda EU Next Generation pretpostavlja ispunjenje određenih mjera usko povezanih s jačanjem otpornosti gospodarstva kroz ispunjenje određenih reformi. U trenutnom okruženju to je neophodno budući je Hrvatska pred vratima ulaska u euro područje što predstavlja priliku, ali ne i jamstvo, za ostvarivanje značajnih koristi te ne donosi samo po sebi prosperitet i otpor unutarnjim i vanjskim šokovima. U prvoj polovici godine, ukupni rashodi smanjeni su 1,4% na godišnjoj razini zahvaljujući smanjenju rashoda za subvencije uslijed ublažavanja mjera u svrhu sprečavanja zaraze koronavirusom.

Na ostvarenje prihoda utjecala su kretanja u gospodarstvu te cjelogodišnji fiskalni učinci provedenog poreznog rasterećenja u 2021. (smanjenje stope poreza na dobit te snižene stope poreza na dohodak). Prema nacionalnoj metodologiji, manjak proračuna opće države u prvom je polugodištu sužen na 153 milijuna kuna ili 0,03% BDP-a. Pritom je manjak državnog proračuna iznosio 3,5 milijardi kuna ili 0,7% BDP-a. Izdašno punjenje proračuna nastavljeno je i tijekom ljetnih mjeseci. Prema podacima Ministarstva financija, prihodi proračuna su u kolovozu značajno nadmašili rashode te su doprinijeli daljnjem smanjenju manjka državnog proračuna koji se za razdoblje siječanj-kolovoz suzio na 1,8 mlrd. kuna (u odnosu na manjak od 9,8 mlrd. kuna u istom razdoblju 2021.).

Čini se kako je dosadašnja solidna izvedba državnih financija, prije svega zahvaljujući izvrsnoj turističkoj sezoni, Vladi poslužila kao vjetar u leđa pri odlučivanju o veličini paketa potpora za ublažavanje udara rasta cijena energenata vrijednom 21 mlrd. kuna. Iako, iz detaljnije analize jasno je kako dio paketa zapravo predstavlja već definirane ciljeve uključene u nacionalni Plan oporavka i otpornosti, poput tzv. Prijelaz na energetski učinkovito gospodarstvo ili Energetska obnova kuća i višestambenih zgrada (ukupno planirani iznos 2,9 milijardi ili 16% paketa). Uz to, trošak od gotovo 6 mlrd. kuna snosit će HEP. Ipak, oko 16 posto paketa ili 3 mlrd. kuna trebalo bi pasti na teret proračuna. Iako je **drugi ovogodišnji rebalans** proračuna bio očekivan on je donio više preslagivanje u strukturi prihoda i rashoda od samih apsolutnih promjena. Snažniji rast prihoda od poslovanja u odnosu na projekcije iz svibnja zbog većeg rasta poreznih prihoda (posebice od PDV-a i poreza na dobit) ublažen je smanjenjem prihoda od pomoći pa su

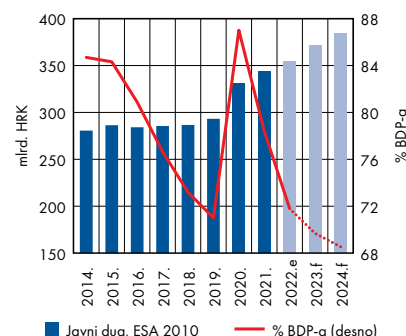
prihodi od poslovanja po novom planu veći za 126 mil. kuna (+0,1%). Smanjenje prihoda od pomoći izravno je vezano uz projekte financirane iz EU fondova, kao i uz sredstva iz Fonda solidarnosti EU te instrumenta NGEU **što ukazuje na vjerojatnu odgodu određenih investicijskih aktivnosti, odnosno promijenjenu dinamiku provedbe samih projekata**. Po novom planu povećavaju se i prihodi od prodaje nefinancijske imovine što se najvećim dijelom odnosi na prihode od prodaje nafte i naftnih derivata radi zadržavanja zaliha te prodaje prijevoznih sredstava (broda). Ukupni rashodi ostaju na razini iz svibanjskog rebalansa pri čemu se rashodi koji se financiraju iz općih prihoda povećavaju za isti iznos za koji se rashodi koji se financiraju iz EU i ostalih izvora smanjuju. Iz računa financiranja vidljivo je kako su **potrebe za zaduživanjem na tržištima kapitala za ovu godinu zatvorene** pri čemu se, prema nacionalnoj metodologiji, očekuje manjak općeg proračuna od 12,5 mlrd. kuna ili 2,6% BDP-a. Međutim, prema navodima iz Ministarstva financija, prilagodbom metodologiji ESA2010 procjenjuje se manjak općeg proračuna od 7,1 mlrd. kuna ili **1,5% BDP-a u 2022. godini**. To je značajno ispod referentne razine od 3% BDP-a prema kriterijima iz Maastrichta. Istovremeno će se, prema projekcijama Vlade, javni dug u ovoj godini smanjiti na 71,3% BDP-a u odnosu na 78,4% BDP-a u 2021. To je razina konsolidiranog duga u 2021. potvrđena listopadskom EDP notifikacijom, čime će biti ispunjeno i fiskalno pravilo javnog duga. Naše su projekcije blago konzervativnije te predviđaju poboljšanje salda konsolidirane opće države na oko -2% BDP-a čemu će svakako pridonijeti snažan (nominalni) rast gospodarske aktivnosti potaknut potrošnjom. Unutar Maastrichtskog kriterija manjak konsolidirane opće države zadržat će se i u godinama pred nama. Očekujemo i da će omjer duga opće države i BDP-a, koje je prema posljednjim dostupnim podacima krajem prvog polugodišta bio na razini od 74,3% BDP-a, kraj godine zatvoriti na nižim razinama.

I dok su ovogodišnje aktivnosti na tržištima kapitala završene, **godina pred nama, bit će, zasigurno izazovnija**. Početkom ožujka dospijeva 1,5 milijardi dolara euroobveznice pa novo izdanje možemo očekivati već u prvom tromjesečju 2023. Bit će to prvo hrvatsko izdanje u sklopu euro područja, ali u okruženju rastućih kamatnih stopa. Uz neizbježno usporavanje gospodarske aktivnosti nužnost razborite fiskalne politike trebala bi biti jedina opcija jer će pritisci različitih proračunskih korisnika biti sve veći zbog pojačane inflacije i činjenice da će se približavati izbora 2024. godina.

Na međunarodnim tržištima obveznica kretanje/rast eurske krivulje prinosa, koje je zabilježeno posljednjih mjeseci, zapravo je povijesno. Stav monetarne politike "niske kamatne stope još dugo" zamijenjen je snažnim i ubrzanim zaoštavanjem koje uključuje agresivnije povećavanje kamatnih stopa. Trenutna očekivanja ESB-a pokreću prinose na više budući da tržišta percipiraju prilično odlučnu središnju banku u smjeru zaoštavanja monetarne politike uslijed snažnih inflatornih pritisaka s kojima se euro područje suočava. Potražnja za sigurnim utočištima njemačkih državnih obveznica stoga bi mogla ponovno smanjiti prinose u budućnosti, iako povratak u okruženje niskih prinosa neće biti tako brz. **U kratkoročnom horizontu, prinosi bi mogli ostati na prilično visokim razinama** dok će u dugoročnoj perspektivi dinamika kretanja prinosa odražavati normalizaciju monetarne politike, koja će trajati dulje vrijeme.

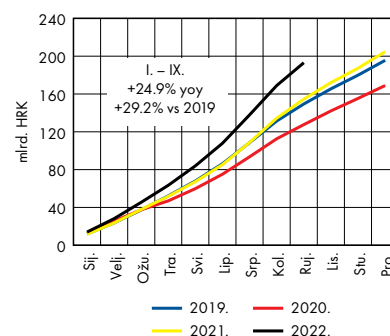
Globalni čimbenici oblikuju izgled, posebice jer monetarna politika postaje sve oštrija, dok neizvjesnost u vezi s ekonomskim izgledima samo doprinosi jačanju

Dug opće države



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

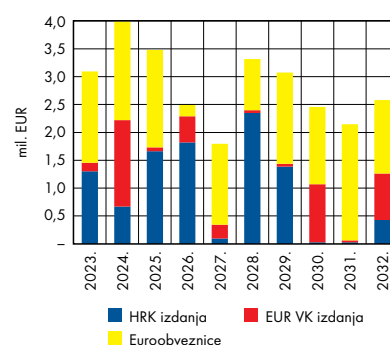
Iznos računa iz sustava fiskalizacije*



*kumulativno

Izvori: Porezna uprava, Raiffeisen istraživanja

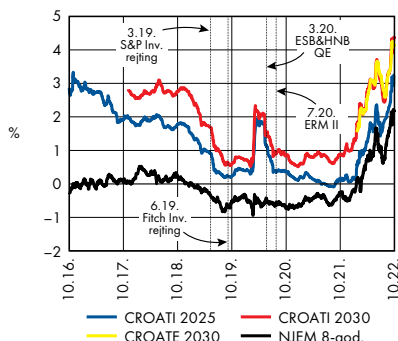
Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



*glavnica i kamate

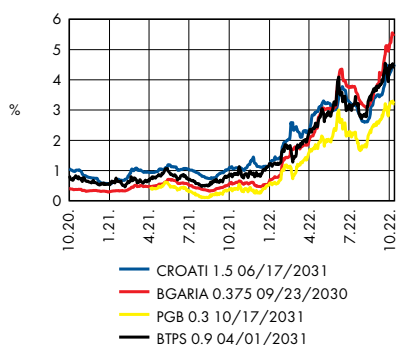
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Konvergencija prinosa hrvatskih državnih obveznica*



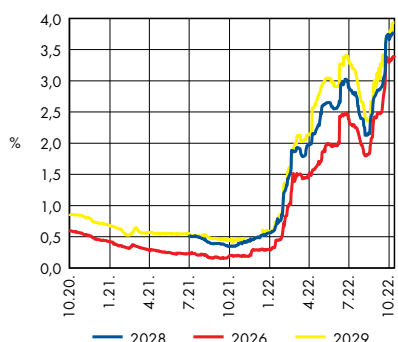
*Croatia – euroobveznice, Croatia-lokalna eur obveznica; YTM – yield to maturity, QE-kvantitativno popuštanje Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi usporedivih zemalja*



* bid yield to maturity Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na HRK obveznice*



* bid yield to maturity Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

volatilnosti. Nakon formalne potvrde ulaska Hrvatske u euro područje od 1. siječnja 2023., spreadovi **hrvatskih euroobveznica** denominiranih u euro tijekom ljeta zabilježili su i posljednji korak u konvergenciji, popraćen povećanjem kreditnog rejtinga od strane sve tri vodeće rejting agencije. Približavanje Hrvatske euro području odražava se i u izvedbi hrvatskih euro obveznica od početka godine. Na bazi indeksa (ICE BofA) gubici od početka godine bili su uglavnom manji nego u usporedivim tržištima regije SIE i u skladu s kretanjima na europskom tržištu državnih obveznica (tzv. EGB) kada promatramo prosječni prinos. Uslijed posljednjeg pada na tržištu kao odgovor na promjenu politike ESB-a, prinosi hrvatskih euro obveznica naglo su porasli u skladu s kretanjima EGB-a. Zbog visoke volatilnosti na tržištima i spread hrvatskih euroobveznica u odnosu na referentni njemački Bund prilično je volatilna u rasponu 200 – 250bb te je sredinom listopada bio na razini oko 240bb. Do ulaska u euro područje možemo očekivati sličnu dinamiku kao na EGB tržištima uz volatilnost koja će ostati visoka s obzirom na stalne neizvjesnosti u pogledu kretanja terminalne referentne kamatne stope. Međutim, tehnički gledano, slika ostaje povoljna. U dugoročnoj perspektivi izgledi za Hrvatsku podržani su članstvom u euro području. S trenutne visoke razine prinosa, pri čemu ne isključujemo mogućnost i viših razina, možemo očekivati značajno smanjenje spreada kako se ESB bude približavala kraju svog ciklusa stezanja monetarne politike.

Na **lokalnom tržištu obveznica**, prinosi lokalnih obvezničkih izdanja izjednačili su se i zadržavaju se na razinama prinosa hrvatskih euroobveznica. Prinos na najdulje kunsko dospjeće 2029. trenutno se kreće oko 4% što je više 330bb u odnosu na početak godine. 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 ne očekujemo budući da je to već ugrađeno u cijene financijskih instrumenata. Sve tri vodeće agencije već su ranije pozitivno pozdravile ulazak u euro područjem podizanjem kreditne ocjene. Hrvatska se trenutno, prema dvije agencije (Fitch i S&P) nalazi na najvišoj razini razreda adekvatne kreditne kvalitete, a i Moody's je vratio investicijsku razinu tako je Hrvatska je pogodna za ulaganje za strože regulirane investitore kao što su europski mirovinski fondovi. Daljnje povećanje rejtinga ovisit će o nastavku povoljnih ekonomskih i fiskalnih kretanja pri čemu je osobito važno provesti dobro znane strukturne reforme.

Elizabeta Sabolek Resanović

Inflacija povećava potražnju za kreditima

- Povećanje kamatnih stopa mijenja strukturu imovine u financijskom sektoru
- Nastavak snižavanja učešća neprihodujućih u ukupnim kreditima
- Visoka likvidnost u financijskom sustavu sprječava rast kamatnih stopa na kredite i depozite

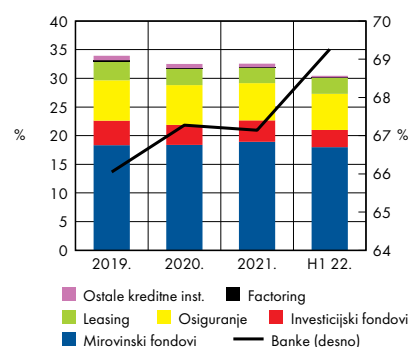
Ustrajni inflatorni pritisci prenose se na kretanja u financijskom sektoru preko potražnje za plasmanima s jedne, i preko utjecaja restriktivnih mjera monetarne politike na kretanja na tržištima kapitala s druge strane. Povećanje temeljne kamatne stope potiče rast prinosa na dužničke instrumente, što smanjuje tržišnu vrijednost ulaganja u te instrumente. Kod vlasničkih instrumenata rast kamatnih stopa se prenosi na povećanje troškova financiranja poduzeća u realnom sektoru, što im smanjuje prinos na uloženi kapital, a time i tržišnu vrijednost instrumenta. Utjecaj rastućih kamatnih stopa i cijena u realnom sektoru na financijsku imovinu kojom upravljaju ili je plasiraju financijske institucije ovisi o vrsti imovine. U dijelu financijskog sektora s pretežitim ulaganjima u dužničke i vlasničke instrumente, recentna kretanja na financijskim tržištima djeluju u smjeru smanjivanja vrijednosti imovine. Stoga je ukupna imovina u mirovinskim fondovima u prvom polugodištu snižena za 3% unatoč priljevu iz uplata članova. Imovina investicijskih fondova podložna je i pojačanom odljevu u razdoblju nesigurnosti pa je negativan utjecaj tržišnih kretanja rezultirao padom ukupne imovine od 18%. Suprotno, kod kreditnih institucija i leasinga, inflacija potiče rast imovine. Porast imovine leasinga za 8% odražava povećanje vrijednosti vozila, strojeva i nekretnina koja su najčešći predmet ugovaranja usluge. Imovina banaka porasla je za 5% jer se traženi iznosi kredita povećavaju zbog rastućih cijena kod proizvođača i kod potrošača. Dokle god prevladavaju uvjeti visoke likvidnosti u financijskom sektoru neće biti zapreka za povećanje plasmana banaka u kredite pa očekujemo prijenos bržeg rasta kredita i u slijedeću godinu. Kod potrošača će rast stambenih kredita poticati državne subvencije i povećanje cijena na tržištu nekretnina, dok će na rast potrošačkih kredita djelovati rast cijena na tržištu roba i usluga. Kod poduzeća očekujemo više stope rasta kredita jer je rast cijena repromaterijala značajno veći od rasta potrošačkih cijena.

Sektor kreditnih institucija ostvario je u prvom polugodištu povrat na kapital od 9,5% uz stopu kapitaliziranosti od 25% u odnosu na rizičnu imovinu i s koeficijentom pokrivanja likvidnosti višim za 87% od propisanog. Ukupni prihodi porasli su za 3% u odnosu na isto razdoblje lani, kao rezultat povećanja prihoda od naknada i trgovanja za 15% i smanjenje neto kamatnih prihoda za 3%. Rast neto dobiti od 17% posljedica je izostanka troška za rezerviranja za gubitke, unatoč povećanju troškova poslovanja za 7%. Prema kraju godine rast će troškovi banaka vezani uz pripremu operativnih sustava za prelazak na euro. Nakon uvođenja eura kao sredstva plaćanja od početka slijedeće godine nestat će nekamatni prihodi od usluga koji su vezani uz tečajne razlike između kune i eura. No, ujedno će se smanjiti i rizici plasmana, što bi moglo produžiti tendenciju pada udjela neprihodujućih kredita u ukupnim.

Nastavlja se koncentracija u sektoru kreditnih institucija. U prvom polugodištu su dvije od tri stambene štedionice pripojene vlasnički povezanim bankama. U slijedećoj godini je najavljeno spajanje dvije banke u državnom vlasništvu, a moguće je da i neka od 13 malih kreditnih institucija (12 banaka i jedna stambena štedionica) bude akvizirana od strane većih banaka.

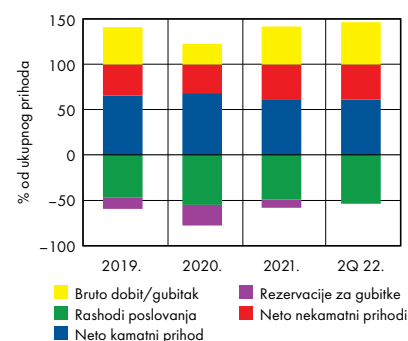
Anton Starčević

Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina



Izvori: HNB, HANFA, Raiffeisen istraživanja

Struktura rezultata poslovanja banaka

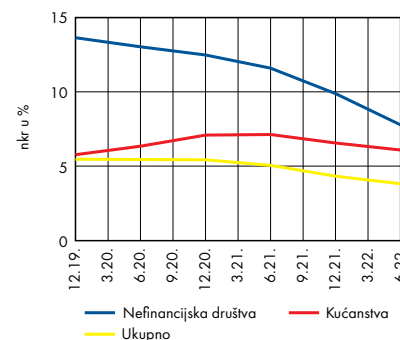


Legenda:

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

Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima

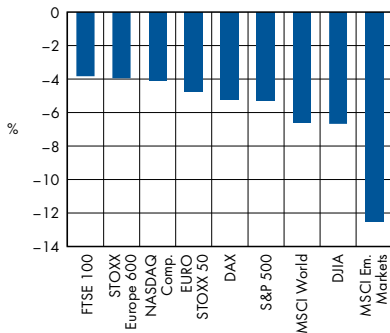


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Rizični čimbenici i dalje dominiraju

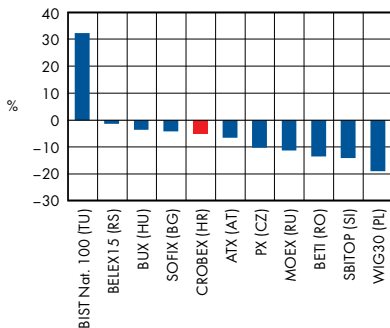
- Izrazito negativan sentiment i dvoznamenkasti minusi s obje strane Atlantika
- Dionička tržišta imaju još negativnog potencijala
- Geopolitičke tenzije i rezultati poslovanja kompanija u fokusu
- Očekujemo nastavak izazovnog razdoblja te povišenu volatilnost

Svjetski indeksi – prinosi u 3. tromj. 2022.*



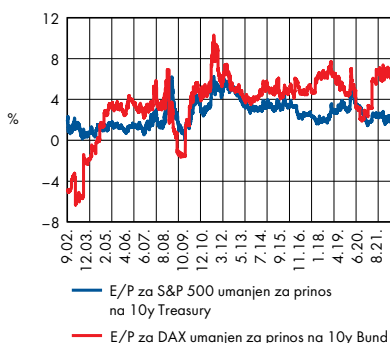
* u lokalnoj valuti na datum 30.9.2022. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Regionalni indeksi – prinosi u 3. tromj. 2022.*



* u lokalnoj valuti na datum 30.9.2022. (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

Brojni rizični čimbenici poput energetske krize, rekordne inflacije, izglednog klizanja vodećih svjetskih gospodarstava u recesiju, zaoštavanje monetarne politike te geopolitičke tenzije posljednjih su mjeseci rezultirali padom dioničkih indeksa na najniže razine ove godine uz izrazito negativan sentiment. Američki indeks S&P 500 tako je od početka godine do kraja rujna na vrijednosti izgubio čak 25%, dok je EURO STOXX 50 imao tek nešto bolju izvedbu. Povremena razdoblja oporavka uglavnom su bila prekinuta novom eskalacijom rata u Ukrajini, nepovoljnim makroekonomskim pokazateljima ili restriktivnim potezima središnjih banaka. Snažna korekcija cijena utjecala je na pad vrednovanja indeksa, koje je posebno nisko u slučaju europskih dionica.

S obzirom na intenzitet gubitaka na burzama od početka godine te nedavnu dodatnu eskalaciju geopolitičkih tenzija, nameće se pitanje da li je većina negativnih čimbenika već uračunata u cijene dionica odnosno da li je najgore iza nas? U usporedbi s povijesnim kretanjima, čini se da je uspoređivanje gospodarstva, ali i geopolitička kriza velikim dijelom već uračunato u cijene na dioničkim tržištima. Ipak, svaka nova eskalacija neminovno unosi i novi negativan impuls na tržišta. Prema našem mišljenju, jedan od značajnijih negativnih čimbenika rizika mogli bi biti rezultati poslovanja kompanija jer smatramo da su očekivanja velikim dijelom preoptimistična. U dosadašnjem tijeku 2022. kompanije su ukupno gledano imale bolje rezultate od očekivanih, na krilima slabljenja eura, uspješnog prebacivanja tereta rastućih ulaznih cijena na kupce te visoke dobiti energetske kompanije. S druge strane, u 2023. očekujemo znatno težu situaciju. Primjerice, porezi na ekstra profit su ograničavajući faktor u sektorima koji profitiraju u trenutačnom okruženju, troškovi energije postaju sve veći teret kompanijama, a očekujemo i snažan rast troškova zaposlenika. Dodamo li tome i slabljenje kupovne moći kućanstava i sve veću cjenovnu osjetljivost, izgledno je revidiranje projekcija naniže s obje strane Atlantika.

Uz vrlo izazovno makroekonomsko okruženje, razvoj geopolitičke situacije ostaje najveća nepoznanica u nadolazećem razdoblju. Sentiment je na tržištima izrazito negativan, a unatoč dvoznamenkastim minusima dioničkih indeksa od početka godine zasad nema naznaka izraženijeg oporavka, barem u posljednjem ovogodišnjem tromjesečju. Naprotiv, smatramo da europska tržišta imaju još negativnog potencijala, u skladu s očekivanim klizanjem gospodarstva u recesiju u 4. tromjesečju 2022. i prvom tromjesečju 2023. Ni u SAD-u ne očekujemo skori početak oporavka gospodarstva, iako je ono trenutačno u znatno boljoj poziciji u odnosu na Europu uslijed visoke ovisnosti vodećih europskih gospodarstava o uvozu energenata iz Rusije (prvenstveno plina). Nadalje, središnje banke stavljaju borbu protiv inflacije na prvo mjesto, što značajno povećava atraktivnost ulaganja u obveznice, a to ujedno znači i da je došao kraj razdoblja kada ulaganje u dionice gotovo da nije imalo alternativu.

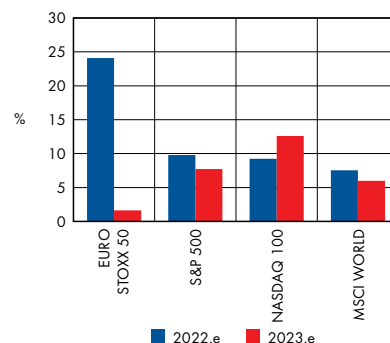
Stoga u sljedećim mjesecima očekujemo nastavak pojačane volatilnosti te puno više negativnih čimbenika za europske dionice u usporedbi s američkima. Održiviji rast očekujemo tek u drugoj polovici 2023., imajući na umu da bi izgledan

nastavak podizanja kamatnih stopa trebao utjecati na rast prinosa na referentna obveznička izdanja u posljednjem ovogodišnjem tromjesečju i početkom 2023. Sektorski gledano, u kratkom roku preferiramo defanzivne sektore i fundamentalno podcijenjene dionice. S druge strane, cikličke dionice, a posebno tehnološke dionice koje su posebno osjetljive na promjene kamatnih stopa, trebale bi imati lošiju izvedbu uslijed još uvijek rastućih prinosa na obveznice.

Kao i većina svjetskih i regionalnih dioničkih indeksa, domaći je vodeći indeks CROBEX u trećem tromjesečju imao negativnu izvedbu. Ipak, s obzirom na minus od tek 5,3% mogli bismo reći da se relativno dobro držao. Velikim je dijelom to odraz dobrih makroekonomskih pokazatelja na krilima vrlo uspješne turističke sezone. Ipak, primjetan je pad volumena trgovanja, s obzirom da je ukupni promet u trećem tromjesečju iznosio 342,5 mil. kuna, što je 21% manje u odnosu na drugo te 44% manje u odnosu na prvo tromjesečje 2022. Među sastavnicama CROBEX-a najslabiju izvedbu imala je dionica AD Plastika, dok je vodeća dobitnica ponovno bila dionica Tankerske Next Generation s rastom cijene od 41,7%. Pozitivan sentiment od početka godine vezan za ovu dionicu odraz je rasta vozarina u segmentu naftnih derivata, dok je skok cijene dionice tijekom rujna od čak 45% rezultat povećanja vlasničkog udjela matične kompanije, Tankerske plovidbe. Tankerska je plovidba krajem rujna držala 91% dionica te je objavljena namjera objave ponude za preuzimanje preostalih dionica.

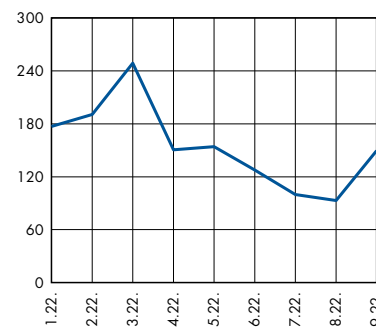
Imajući na umu i dalje prisutne brojne negativne rizike i izazovno geopolitičko okruženje, do kraja godine očekujemo nastavak pojačane volatilnosti na Zagrebačkoj burzi te prevladavanje negativnog sentimenta. Ipak, CROBEX bi i dalje mogao imati nešto bolju izvedbu u odnosu na ostale europske indekse. Jedan od razloga svakako je ulazak Hrvatske u euro područje 1. siječnja 2023., što povoljno utječe na zahtijevanu premiju rizika odnosno na vrednovanje dionica. Nadalje, rezultati poslovanja kompanija u trećem bi tromjesečju još uvijek trebali biti relativno dobri, s obzirom da su prihodi bili pod utjecajem vrlo dobre turističke sezone i visoke inflacije, dok bi izraženije pogoršanje marži tek trebalo uslijediti. Naime, nabava dijela sirovina još uvijek odražava ranije (niže) cijene, dok će u narednim razdobljima troškovi reflektirati ovogodišnje nabavne cijene, a ne treba zanemariti ni pritisak na rast plaća.

Očekivano kretanje dobiti kompanija sastavnica indeksa



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

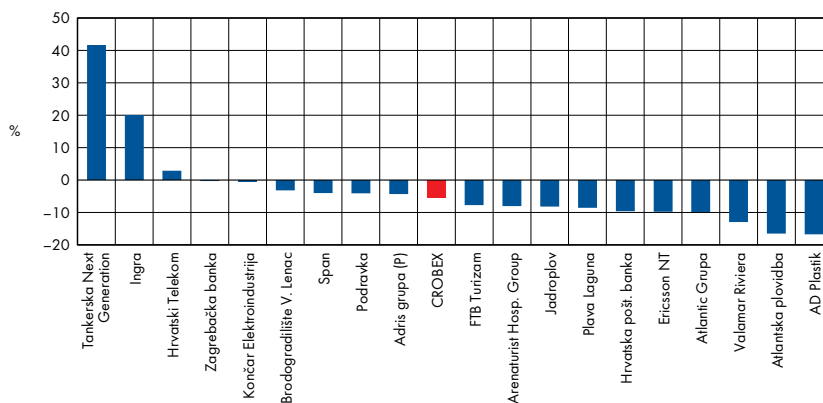
Redovni dionički promet na Zagrebačkoj burzi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Povrati CROBEX sastavnica u 3. tromjesečju 2022. (dividende nisu uključene)*

Ana Turudić



* povrati izračunati na datum 30.9.2022. Izvori: Zagrebačka burza, 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

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 gospodarskih računa

ESB – Europska središnja banka

EU – Europska unija

EUR – euro

ERM II – Eurospki tečajni mehanizam

ESB – Europska 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. listopada 2022.

Publikacija odobrena od strane urednika: 26. listopada 2022. u 10:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 26. listopada 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. 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 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 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.