

# RBAAnalize

broj 79  
siječanj 2021.

## U nadi da je najgore ostalo u 2020.

- Oprezno iščekivanje rasta
- Put k euru se nastavlja
- Neizbježan rast javnog duga
- Dobri izgledi za dionička tržišta

© Photo: Shutterstock Images  
Copyright: DeymosHR

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



**Raiffeisen**  
**ISTRAŽIVANJA**

## Sadržaj

### **Pokazatelji**

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

### **Uvod**

U iščekivanju proljeća .....	5
------------------------------	---

### **Realni sektor**

U nadi da je najgore iza nas.....	6
-----------------------------------	---

### **Platna bilanca, inozemni dug**

Optimizam u vidu EU sredstava .....	8
-------------------------------------	---

### **Tečaj, monetarna politika i inflacija**

Bez promjene monetarne politike .....	9
---------------------------------------	---

### **Središnje banke**

Fed i ESB odlučni u svojim potporama gospodarstvu .....	11
---	----

### **Fiskalna politika i tržište duga**

U očekivanju povratka k uravnoteženom fiskalnom saldu.....	12
--	----

### **Financijski sustav**

Očekivani umjereni rast potražnje za kreditima u 2021 .....	15
---	----

### **Tržište dionica**

Očekivani oporavak globalnog gospodarstva .....	16
---	----

## Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.e	2021.f	2022.f	2023.f
<b>BDP i proizvodnja</b>									
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	2,4	3,5	3,4	2,8	2,9	-9,4	5,1	3,0	2,5
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	44.636	46.644	49.262	51.979	54.270	48.676	52.328	54.601	56.861
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	10.607	11.180	11.928	12.706	13.343	12.034	13.036	13.708	14.377
Trgovina na malo, % promjena, realno	2,4	4,4	4,4	3,9	3,6	-6,4	4,5	3,5	4,0
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena <sup>1</sup>	5,3	1,4	-1,0	0,5	0,5	-3,1	3,5	4,2	3,3
<b>Cijene, nezaposlenost i proračun</b>									
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	-0,6	1,2	0,8	1,3	1,4	-0,7	1,0	1,5	1,5
%, prosjek	-0,5	-1,1	1,5	0,8	0,8	0,1	0,9	1,5	1,8
Proizvođačke cijene <sup>2</sup> , %, kraj razdoblja	-4,4	-0,1	2,1	0,5	1,5	-1,2	1,3	0,8	1,2
%, prosjek	-3,9	-4,1	2,1	2,4	0,8	-2,0	1,0	2,0	2,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	17,0	14,7	12,4	9,9	7,8	9,0	8,8	8,0	7,4
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	16,3	13,1	11,2	8,4	6,5	7,3	7,0	6,7	6,5
Prosječna neto plaća (HRK), pr	5.594	5.685	5.984	6.241	6.582	6.744	6.795	6.890	7.050
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-3,3	-0,9	0,8	0,2	0,4	-8,0	-3,0	-2,5	-2,0
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	286,4	283,8	285,0	286,2	292,9	322,7	334,1	343,1	349,6
Javni dug, % BDP-a, ESA 2010	84,3	80,8	77,5	74,7	73,2	87,9	84,9	83,4	81,6
<b>Bilanca plaćanja i dug</b>									
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	20.728	22.245	24.616	26.101	28.124	20.200	25.500	29.200	31.098
% promjena	10,2	7,3	10,7	6,0	7,8	-28,2	26,2	14,5	6,5
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	20.594	21.682	24.272	26.515	28.150	23.500	27.800	30.300	31.512
% promjena	8,6	5,3	11,9	9,2	6,2	-16,5	18,3	9,0	4,0
Tekući račun platne bilance, % BDP-a <sup>3</sup>	3,3	3,5	1,9	2,8	2,8	-1,0	0,5	1,8	0,0
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	13.707	13.514	15.706	17.438	18.560	18.794	19.000	19.300	19.500
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	8,0	7,5	7,8	7,9	7,9	9,6	8,2	7,6	7,4
Izravne inozemne investicije, mil. EUR <sup>4</sup>	30	370	460	1.041	1.278	1.384	1.500	1.500	1.450
Noćenja turista, % promjena	7,8	9,1	10,5	4,0	1,8	-55,2	68,4	45,0	4,5
Inozemni dug, mlrd. EUR	48,2	44,7	43,7	42,7	40,9	41,0	43,2	43,5	45,9
Inozemni dug, kao % BDP-a <sup>3</sup>	108,0	95,9	88,9	82,7	75,7	84,2	82,6	79,7	80,7
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga <sup>3</sup>	232,5	200,9	177,5	163,6	145,3	203,0	169,4	149,0	147,6
<b>Financijski pokazatelji</b>									
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	6,99	6,99	6,27	6,47	6,65	6,23	6,14	6,08	6,03
pr, USD/HRK	6,86	6,80	6,62	6,28	6,62	6,67	6,16	6,13	6,03
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,64	7,56	7,44	7,41	7,44	7,54	7,55	7,53	7,53
pr, EUR/HRK	7,61	7,53	7,46	7,42	7,41	7,53	7,52	7,53	7,53
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	70,7	83,5	99,4	120,0	137,2	157,7	172,7	180,3	188,4
% promjena	11,4	18,1	19,1	20,7	14,3	15,0	9,5	4,4	4,5
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	287,4	300,9	307,2	324,0	333,3	363,30	375,66	381,29	398,45
% promjena	5,1	4,7	2,1	5,5	2,9	9,0	3,4	1,5	2,0
Plasmani, mlrd. HRK, kr	230,0	221,5	218,9	223,2	229,5	235,04	239,50	244,77	255,79
% promjena	-3,0	-3,7	-1,2	2,0	2,8	2,4	1,9	2,2	3,5
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	1,50	0,95	0,41	0,09	0,08	0,06	0,05	0,05	0,05

<sup>1</sup> Prema izvornim neprilagođenim indeksima <sup>2</sup> Na domaćem tržištu <sup>3</sup> U eurima <sup>4</sup> Uključujući kružna ulaganja  
e – ocjena, f – prognoza, kr – kraj razdoblja, pr – prosjek razdoblja  
Prognoze: Ekonomska i financijska istraživanja  
Izvori: HNB, DZS, MF

## BDP, realna godišnja promjena (%)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	5,4	4,5	-3,1	3,5
Mađarska	5,4	4,6	-6,5	4,0
Češka	3,2	2,3	-6,6	2,5
Slovačka	3,8	2,3	-6,0	5,0
Slovenija	4,4	3,2	-4,2	3,6
<b>SE</b>	<b>4,8</b>	<b>3,8</b>	<b>-5,1</b>	<b>3,4</b>
Hrvatska	2,7	2,9	-9,4	5,1
Bugarska	3,1	3,7	-5,0	3,0
Rumunjska	4,5	4,1	-5,0	4,2
Srbija	6,6	6,8	1,6	7,2
BiH	3,7	2,6	-4,8	3,0
Albanija	4,1	2,2	-4,8	4,0
<b>JIE</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>-5,5</b>	<b>4,2</b>
Rusija	2,5	1,3	-4,0	2,3
Ukrajina	3,4	3,2	-4,7	3,8
Bjelorusija	3,0	1,3	-2,4	1,5
<b>IE</b>	<b>2,4</b>	<b>1,5</b>	<b>-4,1</b>	<b>2,4</b>
<b>SIE</b>	<b>3,3</b>	<b>2,5</b>	<b>-4,6</b>	<b>3,0</b>
Austrija	2,6	1,4	-7,2	3,5
Njemačka	1,3	0,6	-5,9	3,7
<b>Eurozona</b>	<b>1,9</b>	<b>1,3</b>	<b>-7,0</b>	<b>4,3</b>
<b>SAD</b>	<b>3,0</b>	<b>2,2</b>	<b>-3,6</b>	<b>3,3</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Tekući račun (% BDP-a)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	-1,3	0,5	3,6	2,2
Mađarska	0,4	-0,3	-0,8	0,2
Češka	0,5	-0,3	3,0	1,8
Slovačka	-2,2	-2,7	-0,4	0,8
Slovenija	5,7	5,4	5,0	5,3
<b>SE</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,7</b>	<b>1,1</b>
Hrvatska	1,8	2,7	-1,0	0,5
Bugarska	5,4	9,7	1,7	3,2
Rumunjska	-4,4	-4,7	-5,1	-5,2
Srbija	-4,9	-7,0	-4,1	-6,0
BiH	-3,7	-3,5	-3,7	-4,5
Albanija	-6,8	-8,0	-9,3	-7,7
<b>JIE</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,0</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,4</b>
Rusija	6,9	3,8	1,1	4,3
Ukrajina	-4,3	-2,4	4,8	-0,1
Bjelorusija	0,0	-2,0	-4,3	-3,3
<b>IE</b>	<b>5,9</b>	<b>3,1</b>	<b>1,1</b>	<b>3,6</b>
Austrija	1,3	2,8	2,4	2,6
Njemačka	7,4	7,1	6,5	6,8
<b>Eurozona</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>
<b>SAD</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,2</b>	<b>-2,6</b>	<b>-2,7</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Inozemni dug (% BDP-a)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	63,6	59,4	58,1	53,7
Mađarska	83,3	75,9	91,1	87,8
Češka	81,1	76,7	88,9	90,9
Slovačka	114,7	112,4	133,5	128,9
Slovenija	92,0	95,1	95,9	96,5
<b>SE</b>	<b>61,0</b>	<b>56,8</b>	<b>59,8</b>	<b>57,0</b>
Hrvatska	82,2	75,4	84,1	82,6
Bugarska	59,1	56,2	65,7	63,5
Rumunjska	48,8	49,2	57,3	56,2
Srbija	60,1	56,6	68,4	63,8
BiH	65,5	62,7	71,4	69,6
Albanija	65,2	60,4	68,2	63,0
<b>JIE</b>	<b>56,9</b>	<b>55,0</b>	<b>62,8</b>	<b>61,9</b>
Rusija	27,3	28,2	31,9	29,6
Ukrajina	76,8	70,7	69,7	64,9
Bjelorusija	65,5	64,6	69,5	77,1
<b>IE</b>	<b>32,7</b>	<b>33,2</b>	<b>37,9</b>	<b>36,4</b>
Austrija	149,8	153,7	n.v.	n.v.
Njemačka	145,0	144,2	n.v.	n.v.
<b>Eurozona</b>	<b>124,9</b>	<b>123,8</b>	<b>137,1</b>	<b>n.v.</b>
<b>SAD</b>	<b>95,9</b>	<b>95,2</b>	<b>n.v.</b>	<b>n.v.</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

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

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	1,7	2,3	3,4	2,2
Mađarska	2,8	3,4	3,3	3,1
Češka	2,2	2,9	3,2	2,3
Slovačka	2,5	2,8	2,0	1,2
Slovenija	1,9	1,6	0,9	1,9
<b>SE</b>	<b>2,1</b>	<b>2,7</b>	<b>3,3</b>	<b>2,4</b>
Hrvatska	1,5	0,8	0,1	0,9
Bugarska	2,8	3,1	2,3	2,9
Rumunjska	4,6	3,8	2,6	2,4
Srbija	2,0	1,9	1,8	2,1
BiH	1,4	0,6	-0,9	1,3
Albanija	2,0	1,4	1,6	2,2
<b>JIE</b>	<b>3,4</b>	<b>2,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>
Rusija	3,0	4,5	3,1	3,7
Ukrajina	10,9	7,9	2,7	6,4
Bjelorusija	4,9	5,6	5,5	6,2
<b>IE</b>	<b>3,7</b>	<b>4,8</b>	<b>3,2</b>	<b>4,0</b>
<b>SIE</b>	<b>3,2</b>	<b>3,9</b>	<b>3,0</b>	<b>3,3</b>
Austrija	2,1	1,5	1,5	1,8
Njemačka	1,9	1,4	0,4	1,8
<b>Eurozona</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>
<b>SAD</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

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

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	-0,2	-0,7	-9,1	-4,1
Mađarska	-2,2	-2,2	-9,0	-7,0
Češka	0,1	-0,1	-6,8	-7,0
Slovačka	-1,0	-1,4	-9,6	-6,4
Slovenija	0,8	0,6	0,5	0,7
<b>SE</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,6</b>	<b>-8,8</b>	<b>-5,4</b>
Hrvatska	0,3	0,4	-8,0	-3,0
Bugarska	0,1	-1,0	-4,3	-3,5
Rumunjska	-2,9	-4,4	-9,5	-7,0
Srbija	0,6	0,2	-8,5	-3,0
BiH	2,2	1,9	-3,6	-2,8
Albanija	-1,6	-1,9	-6,4	-5,2
<b>JIE</b>	<b>-1,4</b>	<b>-2,4</b>	<b>-8,1</b>	<b>-5,3</b>
Rusija	1,9	1,8	-4,5	-2,4
Ukrajina	-1,9	-2,2	-6,2	-4,7
Bjelorusija	4,1	2,7	-3,0	-3,0
<b>IE</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>-4,7</b>	<b>-2,5</b>
Austrija	0,2	0,7	-11,0	-7,0
Njemačka	1,8	1,5	-10,5	n.v.
<b>Eurozona</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,6</b>	<b>-9,8</b>	<b>-3,8</b>
<b>SAD</b>	<b>-4,2</b>	<b>-4,6</b>	<b>-18,0</b>	<b>-8,5</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## EUR/lokalna valuta (prosjek)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	4,26	4,30	4,44	4,44
Mađarska	319	325	351	360
Češka	25,7	25,7	26,5	25,8
Slovačka	euro	euro	euro	euro
Slovenija	euro	euro	euro	euro
<b>Hrvatska</b>	<b>7,42</b>	<b>7,42</b>	<b>7,53</b>	<b>7,52</b>
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Rumunjska	4,65	4,75	4,84	4,90
Srbija	118	118	118	118
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	128	123	124	123
<b>Rusija</b>	<b>74,0</b>	<b>72,5</b>	<b>81,9</b>	<b>87,6</b>
Ukrajina	32,1	28,9	30,8	33,8
Bjelorusija	2,41	2,34	2,77	3,38
<b>Austrija</b>	<b>euro</b>	<b>euro</b>	<b>euro</b>	<b>euro</b>
<b>Njemačka</b>	<b>euro</b>	<b>euro</b>	<b>euro</b>	<b>euro</b>
<b>Eurozona</b>	<b>euro</b>	<b>euro</b>	<b>euro</b>	<b>euro</b>
<b>SAD</b>	<b>1,18</b>	<b>1,12</b>	<b>1,15</b>	<b>1,22</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Bruto investicije (% god. promjena)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	9,4	7,2	-6,7	1,0
Mađarska	16,4	12,2	-11,2	3,3
Češka	10,0	2,2	-7,2	1,6
Slovačka	2,6	5,8	-8,2	9,0
Slovenija*	9,6	5,8	-11,5	7,1
<b>SE</b>	<b>8,7</b>	<b>7,1</b>	<b>-8,1</b>	<b>3,0</b>
Hrvatska	6,5	7,1	-5,9	7,5
Bugarska	5,4	2,2	-7,0	1,0
Rumunjska	-1,1	18,2	2,1	2,5
Srbija	17,5	17,2	-2,8	10,0
BiH	4,7	6,4	-13,0	10,0
Albanija	2,4	-3,3	-6,9	4,4
<b>JIE</b>	<b>2,0</b>	<b>12,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>4,7</b>
Rusija	2,3	1,5	-1,5	2,5
Ukrajina	16,6	14,2	n.v.	n.v.
Bjelorusija	4,4	6,2	n.v.	n.v.
<b>IE</b>	<b>2,2</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,3</b>	<b>2,2</b>
<b>SIE</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>2,8</b>
Austrija	3,9	4,0	-4,7	4,0
Njemačka	3,6	2,6	n.v.	n.v.
<b>Eurozona</b>	<b>3,3</b>	<b>5,7</b>	<b>-7,6</b>	<b>4,2</b>
<b>SAD</b>	<b>5,2</b>	<b>1,9</b>	<b>-27,6</b>	<b>n.v.</b>

\*prognoze EK

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Javni dug (% BDP-a)

	2018.	2019.	2020.f	2021.f
Poljska	48,7	45,7	55,4	56,0
Mađarska	72,5	68,6	80,6	82,2
Češka	32,1	30,2	38,7	44,8
Slovačka	49,9	48,5	61,6	63,7
Slovenija	70,4	66,6	63,5	60,1
<b>SE</b>	<b>52,0</b>	<b>n.v.</b>	<b>59,0</b>	<b>61,0</b>
Hrvatska	74,3	72,8	87,9	84,9
Bugarska	22,1	19,9	28,5	29,0
Rumunjska	34,7	35,3	46,6	50,6
Srbija	53,8	50,1	59,0	55,1
BiH	34,2	32,8	38,0	39,0
Albanija	67,7	66,3	80,2	79,6
<b>JIE</b>	<b>40,7</b>	<b>40,1</b>	<b>50,7</b>	<b>52,3</b>
Rusija	13,0	13,2	13,2	13,2
Ukrajina	60,9	50,3	62,2	64,1
Bjelorusija	37,1	34,0	38,3	41,7
<b>IE</b>	<b>17,5</b>	<b>16,8</b>	<b>17,8</b>	<b>17,8</b>
Austrija	74,0	70,5	85,6	88,0
Njemačka	61,8	59,6	78,9	n.v.
<b>Eurozona</b>	<b>85,8</b>	<b>84,0</b>	<b>101,0</b>	<b>97,0</b>
<b>SAD</b>	<b>105,2</b>	<b>106,8</b>	<b>128,0</b>	<b>129,5</b>

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## Rejting\*

	S&P	Moody's	Fitch
Poljska	A-	A2	A-
Mađarska	BBB	Baa3	BBB
Češka	AA-	Aa3	AA-
Slovačka	A+	A2	A
Slovenija	AA-	A3	A
<b>Hrvatska</b>	<b>BBB-</b>	<b>Ba1</b>	<b>BBB-</b>
Bugarska	BBB	Baa1	BBB
Rumunjska	BBB-	Baa3	BBB-
Srbija	BB+	Ba3	BB+
BiH	B	B3	NR
Albanija	B+	B1	NR
<b>Rusija</b>	<b>BBB-</b>	<b>Baa3</b>	<b>BBB</b>
Ukrajina	B	B3	B
Bjelorusija	B	B3	B
<b>Austrija</b>	<b>AA+</b>	<b>Aa1</b>	<b>AA+</b>
<b>Njemačka</b>	<b>AAA</b>	<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>
<b>Eurozona</b>			
<b>SAD</b>	<b>AA+</b>	<b>Aaa</b>	<b>AAA</b>

\* dugoročno zaduživanje, strana valuta  
Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

## U iščekivanju proljeća

Pogoršanje epidemiološke situacije započeto s početkom posljednjeg tromjesečja 2020. uzrokovalo je popriličnu neizvjesnost i usporavanje oporavka diljem Europe. Ni početak 2021. nije donio značajnije opuštanje i olakšanje unatoč vijesti o početku cijepljenja. Intenzitet usporavanja i godišnji pad BDP-a u pojedinim državama osim strogosti epidemioloških mjera odredit će izloženost posebno pogođenom uslužnom sektoru.

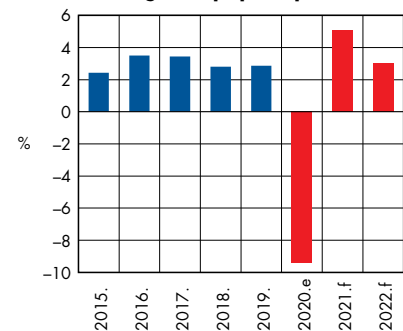
Pokazatelji četvrtog tromjesečja za Hrvatsku upućuju također na usporavanje rasta, ali odgoda primjene razmjerno strožih epidemioloških mjera spriječila je potencijalno veći negativni utjecaj na gospodarsku aktivnost. Ipak, i posljednje tromjesečje 2020., i prvo tromjesečje 2021., donijet će nastavak realnog godišnjeg pada BDP-a. U oba razdoblja kao i prethodnih mjeseci nepovoljna kretanja bit će predvođena padom izvoza usluga i potrošnje ili sa strane ponude djelatnostima vezanim uz ugostiteljstvo, turizam i prijevoz. Pritom je udar krize na potrošnju uvelike ublažen potporama za očuvanje radnih mjesta te petim krugom poreznih izmjena kojim je došlo do poreznog rasterećenja. Uz to početak procjepljivanja stanovništva diljem Europe uz približavanje proljeća budi polagani optimizam da bi se pandemija mogla staviti pod kontrolu, omogućavajući povratak putovanja i turizma o kojima je Hrvatska uvelike ovisna. Nastavak građevinske aktivnosti i potreba obnove potresom pogođenih područja uz visoka sredstava iz EU fondova sugeriraju na razmjerno snažan rast investicija tijekom 2021. Naposljetku, oporavak hrvatskih izvoznih tržišta donijet će rast izvoza roba.

Međutim, solidna očekivanja i prisutni optimizam treba uzeti s visokom dozom opreza jer je teško prognozirati vremenski horizont mogućeg obuzdavanja pandemije. Ostaje također činjenica da je Hrvatska jedna od najpogođenijih država u EU te da će i uz ovakve prognoze trebati barem dvije do tri godine da dosegne razinu iz 2019. O oporavku ovisi i povratak fiskalnih pokazatelja unutar kriterija iz Maastrichta koji su uz ispunjavanje obveza preuzetih ulaskom u ERM2, preduvjet za prihvaćanje eura kao jedinstvenog sredstva plaćanja. Uz trenutne prognoze, još uvijek je moguće taj cilj dosegnuti 2024. A do tada monetarna politika ostat će izrazito ekspanzivna i dosljedna politici stabilnog tečaja.

Nakon odobrenja dvaju cjepiva protiv COVID-19 nakretanja dioničkih tržišta u godini pred nama gledamo s optimizmom. Novo izabrani američki predsjednik J. Biden predstavio je novi paket fiskalne pomoći američkom gospodarstvu, koji bi u slučaju da bude izglasan u američkom Kongresu mogao dati snažan zamašnjak brzom oporavku američkog gospodarstva. Stoga je trenutni optimizam ulagača odraz uvjerenja da će ova godina donijeti značajan oporavak gospodarskih aktivnosti na globalnoj razini u odnosu na baznu 2020. Istovremeno, vodeće središnje banke s obje strane Atlantika nastavljaju s mjerama iznimno ekspanzivne monetarne politike. Posljedično dio bi se ulagača u potrazi za zadovoljavajućim prinosima mogao okrenuti prema značajnijim ulaganjima u rizičnije klase imovine. Međutim, prilikom donošenja svojih investicijskih odluka ulagači bi trebali biti svjesni i nadalje izražene neizvjesnosti na tržištima u svezi tijekom pandemije COVID-19 uslijed sporog procjepljivanja te brzog širenja novih sojeva virusa. Unatoč i nadalje prisutnim rizicima glede dinamike oporavka domaćeg gospodarstva, s optimizmom gledamo na izvedbu domaćeg dioničkog tržišta u ovoj godini.

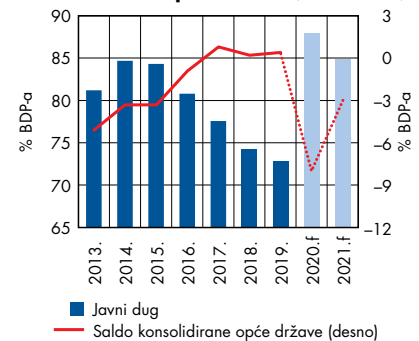
Zrinka Živković Matijević

### BDP, realna godišnja promjena



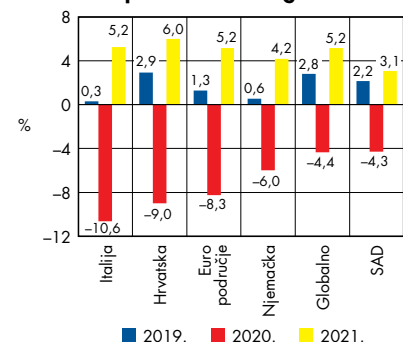
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Konsolidirana opća država (ESA 2010)



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

### MMF – stope rasta realnog BDP-a

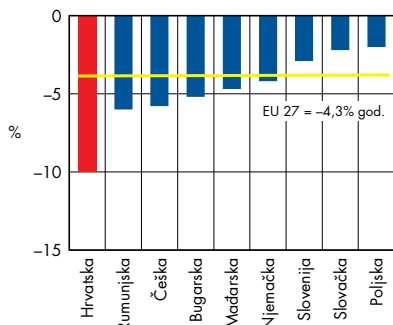


Izvori: MMF, Raiffeisen istraživanja

## U nadi da je najgore iza nas

- Godišnji pad gospodarstva nastavljen
- Oporavak predvođen izvozom, osobnom potrošnjom i investicijama u drugoj polovici 2021.

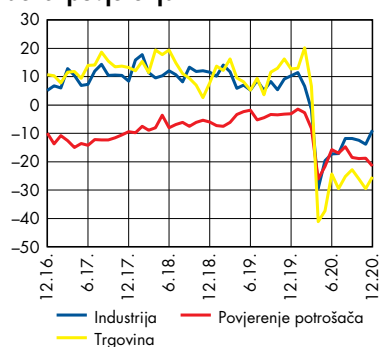
### BDP – realna godišnja promjena\* – 3. tr. 2020



\*Sezonski i kalendarski prilagođeni podaci  
Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Nakon zatvaranja gospodarstva tijekom drugog tromjesečja, ljetni mjeseci očekivano su donijeli predah i dašak optimizma. Štoviše, u zamjetno kraćoj središnjoj turističkoj sezoni ostvareno je nešto više od 50% noćenja i prihoda turizma iz 2019. a oporavak su bilježile i ostale djelatnosti. Ipak, unatoč razmjerno solidnoj tromjesečnoj stopi rasta (6,9%), gubici iz drugog tromjesečja teško su bili nadoknadivi, a porast neizvjesnosti i pogoršavanje epidemiološke situacije prema kraju trećeg tromjesečja dodano su zaustavili započeti oporavak. Realan pad gospodarstva u trećem tromjesečju iznosio je 10% smještajući Hrvatsku ponovno na dno europske ljestvice i podsjećajući na krhku strukturu gospodarstva. Očekivano, pad su predvodili izvoz usluga i osobna potrošnja, dok je godišnji pad investicija zamjetno usporio pod utjecajem zamašnjaka u građevinskom sektoru. On je uz IT i poljoprivredu bio jedini sektor koji je pozitivno doprinio rastu bruto dodane vrijednosti.

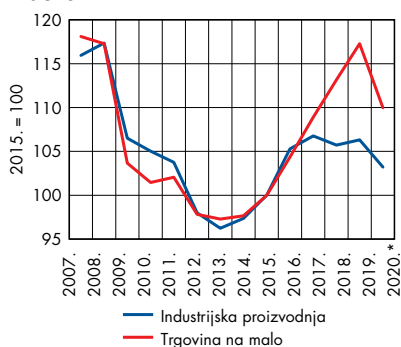
### Indeksi povjerenja



Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Posljednje tromjesečje započelo je uz pogoršanje epidemiološke situacije koja je zbog prijetnje održivosti zdravstvenog sustava rezultirala ponovnim uvođenjem restriktivnih epidemioloških mjera. One su i ovoga puta najviše pogodile uslužni sektor, ne samo zbog preporuka distanciranja i drugih epidemioloških mjera već i zatvaranja većine ugostiteljskih objekata. Građevinarstvo je nastavilo rasti po solidnim stopama, dok je industrija pružila mješovitu izvedbu. Ipak prema našim očekivanjima ni posljednje tromjesečje nije donijelo pozitivnu godišnju stopu rasta u industriji. Trgovina, unatoč pogoršanju raspoloženja potrošača bilježi usporavanje pada na godišnjoj razini na što upućuju i podaci porezne uprave o fiskalizaciji u posljednjem tromjesečju gdje je vrijednost fiskalnih računa u Trgovini na veliko i malo smanjena za nešto više od nominalnih 4%. Ipak zamjetno je pogoršanje u prosincu kada je uz izostanak prosinačkog turizma smanjena i predblagdanska potrošnja. Kupovna moć očuvana je rastom plaća (uglavnom u javnom sektoru) te s daljnjim potporama Vlade za zaposlene u poduzećima pogođenim krizom čime se zamjetno ublažio udar na tržište rada. Očekujemo solidan nastavak rasta IT sektora koji polagano, ali postojano, povećava udio u gospodarstvu.

### Trgovina na malo i industrija, izvorni indeksi



\*podaci za 2020. sij. – stu.  
Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

Sa strane potražnje s izuzetkom državne potrošnje negativan doprinos godišnjem padu u posljednjem tromjesečju očekujemo od svih sastavnica BDP-a, a on bi se prema našim procjenama mogao kretati oko 9% sugerirajući da su naša očekivanja za cijelu 2020. za oko 0,5pb pesimistična. Dijelom je to moguće objasniti blažim epidemiološkim mjerama u usporedbi s očekivanjima i dinamikom razvoja epidemije u posljednjem tromjesečju. Takav je pristup zasigurno ublažio možebitne i potencijalno veće negativne učinke na gospodarsku aktivnost. To međutim ne mijenja komparativnu sliku i smješta Hrvatsku u društvo država koje će biti najpogođenije krizom uzrokovanom pandemijom COVID-19. Naime, u četvrtom tromjesečju pad se očekuje diljem Europske unije, ali intenzitet pada BDP-a u pojedinim državama osim restrikcija uslijed pandemije određuje izloženost posebno pogođenim uslugama i jačina industrije.

Početak oporavka očekujemo najranije prema kraju prvog tromjesečja 2021., ali bi trebao biti vidljiviji tek u drugoj polovici godine. Oporavak će se naslanjati na ponovno oživljavanje turizma, osobnu potrošnju i investicije poduprte sredstvima iz EU. Prognozirana stopa rasta od 5,1% u 2021. izložena je negativnim rizicima. Projekcija se naime, osim na učinku baznog razdoblja, temelji na obuzdavanju pandemije u prvoj polovici godine i snažnoj iskoristivosti potencijalno raspoloživih sredstava iz Europske unije, osobito na izdašna sredstva (9,4 milijarde eura) u okviru *Next Generation EU*.

Fokus Nacionalnog plana oporavka i otpornosti 2021. – 2023., koji je temeljni dokument povlačenja sredstava, zasigurno će biti na zdravstvenom sustavu, pružanju likvidnosti malim i srednjim poduzećima, ulaganjima, javnoj upravi i pravosudnom sustavu. Završetak prijedloga Nacionalnog plana očekuje se početkom drugog tromjesečja, ali isti mora proći usvajanje Europske komisije i Vijeća. Cijeli proces mogao bi potrajati do jeseni. Razmjerno dugi proces usvajanja dokumenata može upućivati na djelomični pomak u provedbi željenih mjera. Ipak, dodatni čimbenik rasta građevinarstva odnosno bruto investicija u fiksni kapital trebao bi doći s početkom obnove potresom pogođenih područja.

Osobna potrošnja trebala bi biti pod utjecajem povratka optimizma, poboljšanja na tržištu rada i rastućeg raspoloživog dohotka uslijed nastavka rasta plaća kao posljedica petog kruga porezne reforme kojom su u sustavu poreza na dohodak stvorena dodatna rasterećenja. Tržište rada bi trebalo biti obilježeno blagim padom stope nezaposlenosti (na 7% prema metodologiji Međunarodne organizacije rada) i rastom zaposlenosti (1%), ali i povratkom sezonalnosti. Ne treba zanemariti ni očekivanja, povratka dvoznamenkastih stopa rasta u noćenjima i prihodima od turizma u čijoj strukturi visoki udio imaju privatni iznajmljivači.

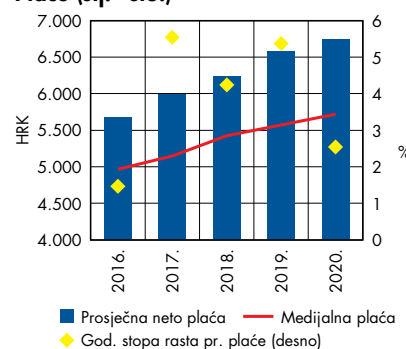
Dakle, uz snažan rast izvoza usluga s oporavkom ostalih europskih tržišta rasti će i izvoz roba pa bi povećana domaća i inozemna potražnja trebala pozitivno djelovati na rast industrijske proizvodnje. I ova kriza pokazala je relativno veću otpornost izvoznog sektora što je primjetno u trgovinskoj bilanci koja bilježi smanjenje manjka uslijed snažnog pada uvoza kao posljedica niže domaće potražnje i turizma. On će se zbog oporavaka potonje dvije komponente tijekom 2021. oporaviti umanjujući pozitivne učinke izvoza roba i usluga. Naposljetku državna potrošnja nastaviti će s umjerenom pozitivnom dinamikom rasta osobito tijekom prve polovice godine nakon čega bi njezin rast trebao usporiti.

U scenariju umjerenih stopa oporavka Hrvatskoj će trebati barem dvije do tri godine da dosegne realnu razinu iz 2019. godine.

Naposljetku, sam oporavak u 2021. godini neće otkloniti strukturne probleme koji još uvijek čekaju da budu riješeni. Snažnije institucionalno okruženje kroz jačanje efikasnosti i kvalitete javnih usluga te jačanje vladavine prava nužan su preduvjet za stvaranje povoljnog poslovnog okruženja te općenito za održiv rast i razvoj. U suprotnom, Hrvatska će i dalje polagano zaostajati za usporedivim tržištima i bivati ranjiva na neizbježne vanjske i nepredvidive šokove.

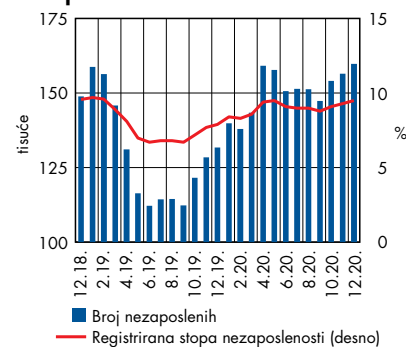
Zrinka Živković Matijević

### Plaće (sij. – stu.)



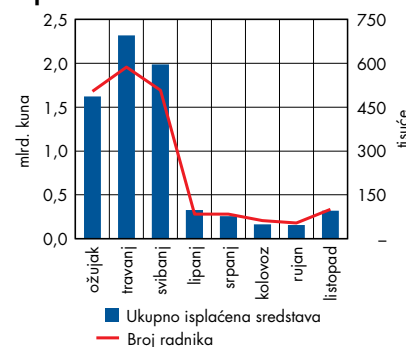
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Korisnici potpora za očuvanje radnih mjesta

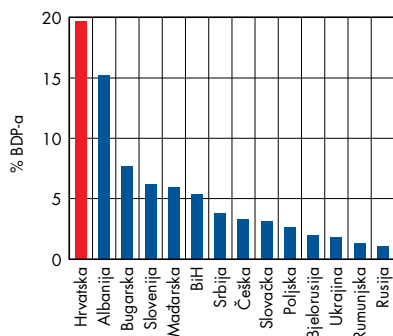


Izvori: HZZ, Raiffeisen istraživanja

## Optimizam u vidu EU sredstava

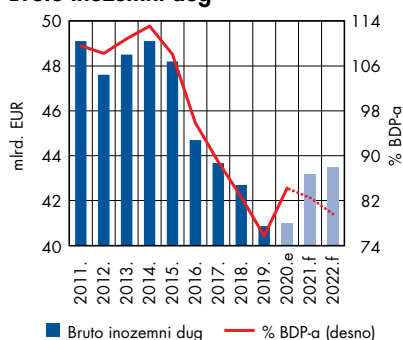
- U očekivanju snažnog poboljšanja na podračunu usluga
- Smanjenje inozemne zaduženosti u 2021.

### Prihodi od turizma\*



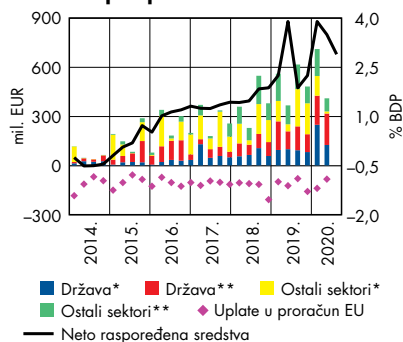
\* u 2018.  
Izvori: World Tourism Organization, Raiffeisen istraživanja

### Bruto inozemni dug



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Transakcije s proračunom EU-a



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

Snažan pad djelatnosti vezanih za turizam najveći je generator pogoršanja salda na tekućem računu bilance plaćanja u trećem tromjesečju 2020. Naime, unatoč relativno povoljnoj epidemiološkoj slici u središnjem dijelu turističke sezone i postupnom oporavku turističke aktivnosti (nakon snažnog pada u tromjesečju ranije uslijed globalnog ekonomskog zastoja), prihodi od turističke potrošnje stranih gostiju u trećem su se tromjesečju gotovo prepолоvili u odnosu na isto razdoblje 2019. Kumulativno u posljednjih godinu dana, višak na podračunu usluga smanjio se s 19,0% BDP-a u cijeloj 2019. na 11,2% u razdoblju do kraja rujna 2020. Nepovoljna kretanja ublažena su smanjenjem manjka na podračunu roba. Snažan pad osobne i investicijske potrošnje, ali i visoka uvozna ovisnost izvoza dovela je do jače kontrakcije uvoza od izvoza robe. Istovremeno, značajno smanjena dobit banaka i poduzeća u stranom vlasništvu smanjila je negativan saldo na osnovi dohodaka od ulaganja, dok je rastu neto prihoda od transakcija s proračunom EU-a u odnosu na isto razdoblje 2019. uglavnom pridonijelo jače korištenje sredstava iz fondova EU-a, a manjim dijelom i niže uplate u proračun EU-a. Prema navodima iz središnje banke, višak iskorištenih sredstava nad uplatama u proračun EU-a, izražen kao zbroj posljednjih četiriju tromjesečja, povećao se s 2,6% BDP-a na kraju 2019. na 3,6% BDP-a krajem trećeg tromjesečja 2020. Kumulativno u posljednja četiri tromjesečja, manjak na tekućem računu platne bilance iznosio je 1,3% BDP-a. Uključujući i kapitalni račun, zabilježen je višak od 0,8% BDP-a. Tako će, nakon šest godina viškova na tekućem računu bilance plaćanja, u 2020., kao posljedica kontrakcije domaćeg gospodarstva kao i nepovoljnih međunarodnih kretanja, biti ponovo zabilježen manjak na razini oko 1% BDP-a. U ovoj godini, uz stabilizaciju epidemiološke situacije te oporavak inozemne potražnje i turističke aktivnosti **povećanje viška na tekućem računu trebalo bi biti rezultat rasta neto izvoza usluga te, u manjoj mjeri, daljnjeg intenziviranja korištenja EU sredstava.** Naša očekivanja izložena su negativnim rizicima u slučaju produljenja nepovoljne epidemiološke situacije što bi doprinijelo sporijem oporavku odnosno sporijem rastu izvoza robe i usluga. Također je neizvjesno hoće li i u kojoj mjeri ova pandemija promijeniti potrošačke navike vezane uz inozemna putovanja o čemu značajno ovisi financijski rezultat prihoda od putovanja. Kao pozitivan rizik vidimo procjepljivanje stanovništva ali i snažnije povlačenje sredstva iz fondova EU.

Istovremeno **bruto inozemni dug** na kraju trećeg tromjesečja iznosio je 40,9 mlrd. eura (81,4% BDP-a ili 6,1pb više u odnosu na kraj 2019.). Na razini cijele 2020., unatoč zadržavanju na približno istoj razini u apsolutnom iznosu u donosu na kraj 2019., očekujemo porast relativnog pokazatelja inozemne zaduženosti na 84,2% BDP-a uslijed izrazito snažnog pada gospodarske aktivnosti. Unatoč trenutnim kretanjima, s početkom oporavka u ovoj godini očekujemo i oporavak oba pokazatelja vanjske ranjivosti Hrvatske.

Elizabeta Sabolek Resanović



## Bez promjene monetarne politike

- Stabilnost tečaja i ekspanzivna monetarna politika i u 2021.
- Potisnuta inflacija

HNB je i u posljednjem tromjesečju zadržao visoki stupanj ekspanzivnosti monetarne politike, osiguravajući povoljne uvjete financiranja na domaćem financijskom tržištu. Stoga pomaka u kamatnim stopama nije bilo. Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti u 2020. približio se 40 mlrd kuna ili preko 10,5 % BDP-a. Samo u posljednjem tromjesečju višak kunske likvidnosti premašio je 47 mlrd, a već polovicom siječnja ove godine 60 mlrd kuna.

Tijekom druge polovice 2020. nije bilo potrebe za dodatnim kupnjama državnih obveznica pa s te strane nije bilo dodatne kreacije primarnog novca\*. Uz to smanjene su transakcije otkupa deviza s Ministarstvom financija. Naime, prema informacijama HNB-a središnja banka je od početka godine do kraja studenoga od Ministarstva financija otkupila u neto iznosu 1,7 mlrd. eura, kreiravši 12,7 mlrd. kuna, ali je najveći dio realiziran u lipnju (1,5 mlrd eura). Sasvim je izvjesno da će i tijekom narednih tromjesečja tržište obilovati likvidnošću, a kamatne stope stagnirati oko povijesno dosegnutih minimuma.

Tijekom posljednjeg tromjesečja 2020. godine zadržana je i stabilnost tečaja kune u odnosu na euro. Tržišni tečaj EUR/HRK kretao se između 7,516 i 7,587 kuna za euro pri čemu je uobičajeno slabljenje kune već u prvom dijelu tromjesečja zamijenjeno pomalo neuobičajenim i neočekivanim aprecijacijskim pritiscima na kunu.

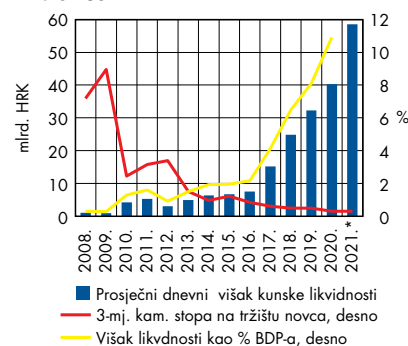
Naime, polagano slabljenje kune u odnosu na euro, započeto već u drugoj polovici kolovoza nastavljeno je do druge polovice listopada kada se tržišni tečaj EUR/HRK približio 7,59 kuna za euro. Međutim, povećani priljev deviza i potražnja za kunama uslijed reprecijiranja tržišnih sudionika počeli su stvarati pritisak u smjeru aprecijacije domaće valute. Jačanje kune ostalo je prisutno sve do polovice prosinca kada se tečaj spustio ispod 7,52 kuna za euro. Tada je središnja banka šesti puta 2020. godine intervenirala na deviznom tržištu jasno pokazujući da će ostati dosljedna u politici stabilnosti tečaja. Za razliku od prethodnih intervencija koje su bile usmjerene na sprječavanje slabljenja kune u odnosu na euro, u prosincu je HNB po prvi puta nakon kolovoza 2019. intervenirao otkupljujući devize (130 mil. eura) sprječavajući jačanje domaće valute u odnosu na euro.

2020. godina zaključena je uz prosječni tečaj EUR/HRK na razini 7,537 ili na 1,6% višoj razini u usporedbi s krajem 2019. Sličnu promjenu bilježi i prosječni tečaj na razini cijele godine, a zorno odražava povećanu neizvjesnost, izostanak turističke sezone i priljeva deviza zbog utjecaja pandemije COVID-19.

U slučaju ostvarenja prognoza za 2021., u prvom redu pretpostavki o oporavku u sljedećoj godini očekujemo više pritiske u smjeru jačanja domaće valute i po-

\* Podsjetimo, u drugom je tromjesečju kroz pet aukcija HNB otkupio obveznice ukupne tržišne vrijednosti od 20,3 mlrd. kuna s ciljem stabilizacije financijskog tržišta.

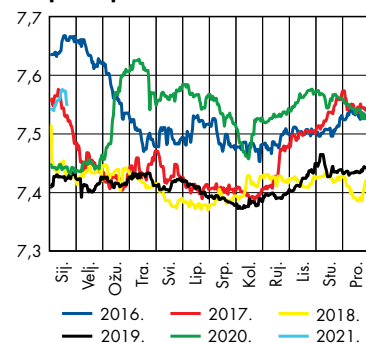
### Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti



\* do 18. siječnja 2021.

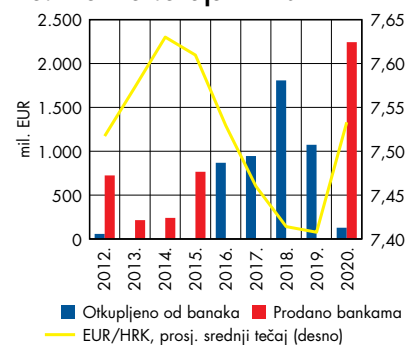
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Srednji tečaj EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Devizne intervencije HNB-a



\* do 15. prosinca 2020.

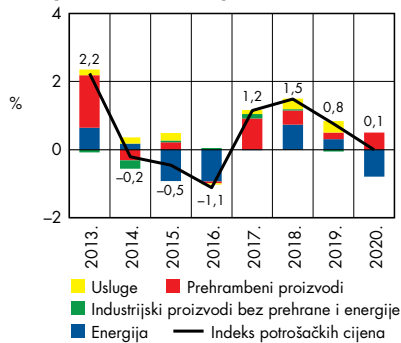
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## EUR/HRK s prognozama



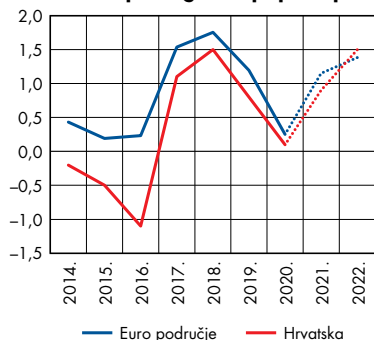
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Godišnje stope inflacije i doprinosi komponenata inflaciji



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

vratka uobičajenih sezonskih fluktuacija. Razloge prevladavanja aprecijacijskih pritiska valja tražiti u očekivanoj i možebitnoj realizaciji priljeva sredstava iz EU i oporavku koji će se ponovno oslanjati na turizam i priljev deviza po toj osnovi. Dakle, nakon laganih pritiska u smjeru slabljenja kune tijekom prvih mjeseci 2021. sa smirivanjem pandemije prema kraju prvog tromjesečja očekujemo nešto vidljiviji snažniji utjecaj na jačanje kune u odnosu na euro.

2020. donijela je zamjetno usporavanje godišnjeg rasta **potrošačkih cijena**, s 0,8% u 2019. na 0,1%. Poticaj za takva kretanja došao je i sa strane ponude i sa strane potražnje, a kao posljedica pandemije COVID-19 započete u ožujku 2020. Naime, smanjenje cijena energije tijekom 2020. (po prosječnoj stopi -5,3%), poglavito naftnih derivata (gotovo 30%), jasno je tijekom prošle godine zrcalio snažan pad cijena sirove nafte na svjetskim robnim tržištima. Posljedično smanjeni su inflatorni pritisci na onim dobrima i uslugama u čijoj se proizvodnji oni upotrebljavaju.

S druge strane pandemija, ograničenja putovanja i epidemiološke mjere smanjili su potražnju za uslugama i ublažili rast cijena usluga. Uz navedeno porast nezvjesnosti odgodio je potrošnju trajnih (luksuznih) dobara utječući tako na promjene u potrošnji i navikama potrošača s povećanom potražnjom za proizvodima potrošačke košarice koji predstavljaju zadovoljavanje osnovnih životnih potreba (hrane). Hrana, koja čini gotovo četvrtinu indeksa košarice potrošačkih dobara, je tijekom 2020. godine porasla 1,8%. Rast cijena prehrane bio je prisutan tijekom prve polovice godine zbog učinka baznog razdoblja, gomilanja zaliha i prekida u lancima opskrbe nakon čega se situacija normalizirala, a rast cijena hrane usporio.

S oporavkom gospodarstva 2021. očekujemo povratak umjerenog rasta cijena. Energija bi trebala biti pod utjecajem polaganog rasta cijena sirove nafte, dok bi povratak putovanja trebao potaknuti rast cijena usluga povezanih s turizmom. S druge strane rast cijene hrane će usporiti, dijelom pod utjecajem globalnog okruženja i normalizacija lanca opskrbe. Dakle, prosječna stopa inflacije zadržat će se tako ispod 1%. Temeljna inflacija, koja ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda, energije ni administrativne cijene, unatoč blagom ubrzanju trebala bi se i dalje kretati oko 1% odnosno oko svog dugoročnog prosjeka.

Umjereni rast inflacije tako će i dalje podržavati sadašnji akomodativni smjer monetarne politike, pri čemu je za razliku od mnogih europskih država glavno sidro monetarne politike stabilnost tečaja. S obzirom na strateški cilj prihvaćanja eura u najbržem mogućem roku, a i povijesno gledano, stabilnost tečaja ostat će neupitan fokus središnje banke.

Prema našim očekivanjima tijekom razdoblja sudjelovanja u Europskom tečajnom mehanizmu (kojeg u osnovnom scenariju očekujemo do 2024. godine) monetarna politika ostati će poprilično ekspanzivna podržavajući visoku likvidnost i niske kamatne stope.

Zrinka Živković Matijević

## Fed i ESB odlučni u svojim potporama gospodarstvu

- Fed nastavlja s trenutnom dinamikom neto kupnje imovine
- ESB očekivano zadržao splet mjera monetarne politike

U prosincu **Fed** je zaokružio svoj stav o daljnjim koracima u monetarnoj politici dodavanjem budućih smjernica vezanim za kupnju imovine (*eng. quantitative easing, QE*). Trenutna dinamika neto kupnje imovine od 80 milijardi dolara državnih obveznica i 40 milijardi dolara hipotekarnih obveznica (*Mortgage Backed Security, MBS*) nastaviti će se dok se ne postigne "značajan daljnji napredak" u postizanju Fed-ovih ciljeva koji u prvom planu podrazumijevaju maksimalnu zaposlenost te stabilnost cijena. Sudionici FOMC-a naznačili su da bi se njihova procjena trebala temeljiti na sveobuhvatnim, kvalitativnim mjerilima, a ne samo na određenim numeričkim kriterijima. Glavni je cilj povezati očekivanja o kretanjima monetarne politike s ekonomskim izgledima i očekivanjima. Za ovu je godinu prognozirani snažan gospodarski rast, s očekivanjima o ubrzanju rasta tijekom druge polovice godine, ovisno o uspješnosti provođenja cijepjenja. Navodi članova FOMC-a sugeriraju kako bi postupak sužavanja volumena otkupa vrijednosnica mogao uvelike nalikovati onom provedenom tijekom velikog programa kupnje 2013. i 2014. godine. Slijedom navedenog, Fed-u bi trebale dvije godine da zaključi svoj program otkupa. Ovakav vremenski horizont u skladu je s trenutnim projekcijama Fed-a, koje signaliziraju zadržavanje raspona referentne kamatne stope na trenutnoj razini barem do 2023. Uzimajući u obzir navedena očekivanja, akomodativni stav Fed-ove monetarne politike ostati će prilagodljiv tijekom sljedećih godina i samo bi značajna promjena procjene trenutnih ekonomskih izgleda mogla utjecati na određenu promjenu. Ipak, s ubrzanjem gospodarskog zamaha tijekom 2021. godine, rasprava o tome kada bi Fed mogao početi sa smanjivanjem programa otkupa odrazit će se na kretanja na financijskim tržištima.

**Europska središnja banka** je, u skladu s očekivanjima, na posljednjem zasjedanju zadržala set mjera svoje monetarne politike nepromijenjenim. U svom izlaganju glavna čelnica ESB-a, C. Lagarde istaknula je kako u kratkom roku postoje određeni negativni rizici, prisutni prije svega zbog trenutnih gospodarskih ograničenja diljem Europe. Istodobno, ESB u osnovnom scenariju očekuje gospodarski oporavak uz smanjenje ograničenja ulaskom u drugo tromjesečje, dok će inflatorni pritisci biti prisutni tijekom cijele godine. Smjernice i projekcije ESB-a o ekonomskim izgledima u skladu su s našim očekivanjima kako će negativni rizici prevladavati u prvom dijelu godine. U priopćenju ESB-a još je jednom naglašeno da će se intervencija monetarne politike kako bi se osigurali povoljni uvjeti financiranja za sve segmente gospodarstva odvijati još dugo vremensko razdoblje. Prema našem mišljenju, ovo ne treba shvatiti samo kao verbalnu intervenciju, već zaista predstavlja značajan utjecaj monetarne politike, spletom svojih mjera, na kretanja u gospodarstvu. Trajni utjecaj mjera monetarne politike na smanjenje kamatnih stopa čvrsto je usidren i u očekivanjima na financijskim tržištima. Stoga, ne vidimo potencijal rasta kamatnih stopa na novčanom tržištu (stope Euribor-a) kao niti za prinose njemačkih obveznica. Očekujemo rast prinosa za tek nekoliko baznih bodova tijekom godine, unatoč gospodarskom oporavku i višoj stopi inflacije.

### Referentne kamatne stope



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Očekivanja ESB-a (prosinc)

	2020.	2021.	2022.
<b>BDP</b>	<b>-7,3</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>
prethodno (rujan)	-8,0	5,0	3,2
<b>Stopa inflacije</b>	<b>0,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,1</b>
prethodno (rujan)	0,3	1,0	1,3
<b>Stopa nezaposlenosti</b>	<b>8,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,2</b>
prethodno (rujan)	8,5	9,5	8,8

Napomena: Rast BDP-a i stope inflacije odnose se na god. promj. Korišteni su sezonski i kalendarski podaci  
Izvori: ESB, Raiffeisen istraživanja

### Očekivanja FOMC-a (prosinc)

	2020.	2021.	2022.
<b>BDP</b>	<b>-2,4</b>	<b>4,2</b>	<b>3,2</b>
prethodno (rujan)	-3,7	4,0	3,0
<b>Stopa inflacije</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>
prethodno (rujan)	1,2	1,7	1,8
<b>Stopa nezaposlenosti</b>	<b>6,7</b>	<b>5,0</b>	<b>4,2</b>
prethodno (rujan)	7,6	5,5	4,6

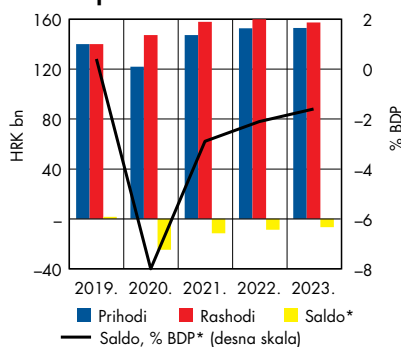
Napomena: Projekcije predstavljaju medijan članova FOMC-a. Rast BDP-a i stope inflacije odnose se na god. promj.  
Izvor: FED, Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen istraživanja

Marko Barbić

## U očekivanju povratka k uravnoteženom fiskalnom saldu...

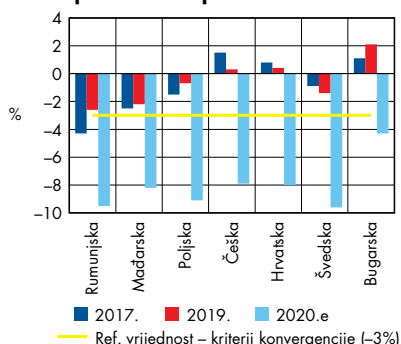
- Proračun – oslanjanje na EU novac
- Rejting zadržan, barem za sada

### Državni proračun



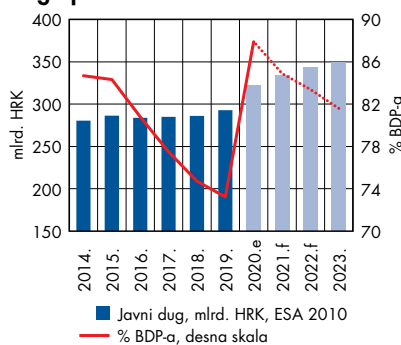
\* konsolidirana opća država, ESA 2010  
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

### Saldo proračuna opće države



Izvori: Eurostat, Izvješće o konvergenciji, Raiffeisen istraživanja

### Dug opće države



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Prošlogodišnji listopad donio je drugi rebalans proračuna za 2020. godinu i projekcije 2021.–2023. Prema projekcijama Vlade manjak proračuna opće države za prošlu godinu na razini je 8% BDP-a podržan pozitivnim očekivanjima o boljim turističkim rezultatima od ranijih predviđanja pri čemu će priljevi s prihodne strane ublažiti dio rizika povezanih s kretanjima na rashodnoj strani proračuna. Vladine projekcije uglavnom su u skladu s našim očekivanjima. U ovoj godini, i prema našim očekivanjima, projicirani manjak trebao bi se vratiti unutar Maastrichtskih kriterija na 2,9% BDP-a, što Hrvatsku svrstava u vrlo “odgovornu” skupinu zemalja na razini EU-a. Pri tome je jasno da prevladavaju prije svega negativni rizici zbog i dalje nesigurne dinamike gospodarskog oporavka, ovisno o daljnjem razvoju situacije s pandemijom.

Promatrajući detaljnije strukturu, planom proračuna za 2021. godinu predviđeni su 16,2 mlrd. kuna veći **prihodi** u odnosu na 2. reviziju proračuna 2020. Pri tome se očekuje rast poreznih prihoda za 7,5 mlrd. kuna te povećanje za 5,7 mlrd. kuna prihoda po osnovi fondova EU. Rast prihoda od poreza rezultat je najvećim dijelom očekivanja rasta prihoda od najizdašnijeg poreza, PDV-a, za 6,9 mlrd. kuna. Takva kretanja određena su očekivanim oporavkom gospodarske aktivnosti kao i **pozitivnim učincima poreznih izmjena** u okviru poreza na dobit, poreza na dodanu vrijednost i poreza na dohodak koje su stupile na snagu početkom ove godine, a doprinijet će povećanju raspoloživog dohotka određenom segmentu stanovništva.

Značajan učinak na prihode proračuna trebao bi doći i od povlačenja sredstava iz EU fondova. Očekuje se ubrzanje povlačenja ugovorenih sredstava iz tekućeg Višegodišnjeg financijskog okvira 2014.–2020., a s druge strane, predviđaju se i nova sredstva iz Višegodišnjeg financijskog okvira 2021. – 2027. iz čega Hrvatska na raspolaganju ima oko 9,15 mlrd. eura. Nadalje, u fiskalne projekcije uključeno je i korištenje sredstava iz novog instrumenta EU Nove generacije tzv. Mehanizam za oporavak i otpornost, čija je svrha pojačati oporavak gospodarstva od pandemije i učiniti ga otpornijim na buduće krize. Iz toga mehanizma Hrvatska ima na raspolaganju gotovo 9,6 mlrd. eura, od čega oko 6 mlrd. eura bespovratnih sredstava, uz dodatnu mogućnost korištenja povoljnih zajmova u iznosu od oko 3,6 mlrd. eura. Uvjet za korištenje sredstava iz Europskog mehanizma za oporavak i otpornost je izrada i dostava Nacionalnog plana oporavka i otpornosti 2021.–2023.

Sve države EU, pa tako i Hrvatska, u obvezi su poslati svoj Plan oporavka i otpornosti na usvajanje u Europsku komisiju do kraja travnja ove godine. Prema prijedlogu regulative EU, predviđeno je da se prva sredstva u iznosu od 10% financijskog doprinosa za svaku državu EU isplate nakon usvajanja, odnosno odobrenja Plana oporavka i otpornosti. Za Hrvatsku bi to značilo oko 600 mil. eura u drugoj polovici 2021. Sredstva iz Mehanizma za oporavak i otpornost mogu se koristiti nakon što Europska komisija usvoji Plan oporavka i otpornosti. Mehanizam za oporavak i otpornost naglašeno je usmjeren na provedbu reformi te financiranje investicija koje omogućuju provedbu reformi, odnosno primarni

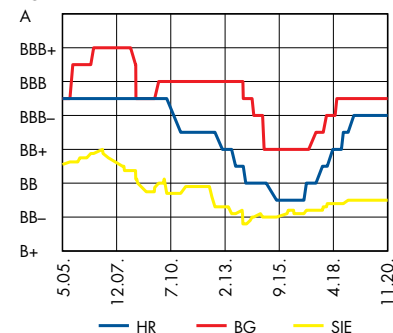
korisnik je javni sektor. Naravno, na natječajne za provedbu investicija mogu se javiti gospodarstvenici. Od ukupnog iznosa bespovratnih sredstava, 70% mora biti odobreno državama članicama u vremenu od početka 2021. pa do kraja 2022. godine. Ostalih 30% bit će odobreno do kraja 2023. Ovdje je važno i naglasiti da kod ovog Mehanizma nema komponente nacionalnog sufinanciranja u EU projektima (15% uobičajenog udjela nacionalnog sufinanciranja u EU projektima). Stoga se Hrvatskoj u godinama koje slijede otvara mogućnost povlačenja/korištenja izdašnih svota europskog novca koji može biti od presudne važnosti za provedbu reformi i investicijskih projekata koji će pridonijeti gospodarskom oporavku i rastu. Ciljevi Vlade postavljeni su ambiciozno, mogućnosti za rast, napredak i poboljšanja su ogromne. Međutim, otvoreno pitanje i najveći izazov ostaje **dostatnost administrativnih odnosno projektnih kapaciteta** za povlačenje dostupnih sredstava.

Istodobno, **na rashodnoj stani proračuna** planiran je rast rashoda za 2 mlrd. kuna, što će dovesti do smanjenja planiranog deficita (na 10,7 mlrd. kuna u odnosu na 25,3 mlrd. kuna u 2020.). Promatrano prema komponentama, u strukturi rashoda oko 15% odnosi se na rashode za zaposlene, dok se rashodi za subvencije u 2021. planiraju u iznosu od 8,9 mlrd. kuna (udio 5,7% u ukupnim rashodima) što je za 4,4 mlrd. kuna manje u odnosu na tekući plan 2020. Značajno smanjenje subvencija rezultat je smanjenih ukupnih izdvajanja za potpore za očuvanje radnih mjesta u djelatnostima pogođenima koronavirusom na koje je u 2020. planirano 6,7 mlrd. kuna dok se ove subvencije u 2021. planiraju u ukupnom iznosu od 2,2 mlrd. kuna i to gotovo u cijelosti iz fonda *React EU*. Očekuje se i rast rashoda za pomoći (+6,5 mlrd. kuna) dok financijski rashodi, koji su najvećim dijelom određeni kretanjem rashoda za kamate bilježe kontinuirano smanjenje, u skladu s uvjetima na financijskim tržištima, odnosno troškovima servisiranja javnog duga te su planirani na razini od 7,2 mlrd. kuna u 2021. (4,9% u ukupnim rashodima). Konačno, najveća stavka rashodne strane proračuna, naknade građanima i kućanstvima, na koju otpada oko trećine proračunskih rashoda, bi trebala zabilježiti blago povećanje na 55,7 mlrd. kuna.

Kad se uključe i ostali proračunski i izvanproračunski korisnici, prema ESA 2010 metodologiji, manjak konsolidirane opće države u 2020. projiciran je na 24,8 mlrd. kuna dok se u 2021. manjak smanjuje na 11,6 mlrd. kuna.

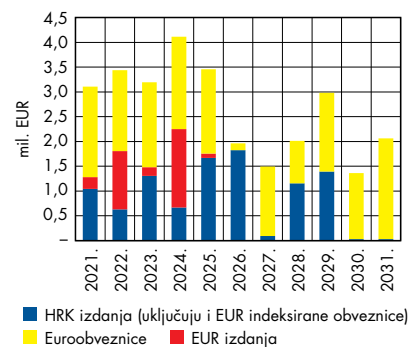
Prema našim projekcijama, **potrebe za financiranjem proračunskog manjka i financijskih obveza koje dospijevaju u ovoj godini iznose oko 17% BDP-a**. Uz očekivani proračunski manjak od 3% BDP-a, u prvom tromjesečju dospijeva 1,5 mlrd. dolara euroobveznice, a potom u srpnju slijedi dospijeeće 6 mlrd. kuna domaće obveznice. Uz obveze po domaćim i inozemnim kreditima (oko 11 mlrd. kuna) u 2021. je na dospijeeću i gotovo 23 mlrd. kuna trezorskih zapisa koja uključuju i 1 mlrd. eura trezorskog zapisa čije je dospijeeće u svibnju. Dospjele obveze po trezorcima država će vjerojatno, kao i do sada, namiriti zadržavanjem dok već u prvom tromjesečju, s dospijeećem euroobveznice očekujemo i izlazak države na međunarodno tržište kapitala. U okruženju povoljnih uvjeta financiranja odnosno niskih kamatnih stopa ne isključujemo mogućnost izdašnjeg izdanja od onog na dospijeeću. U drugoj polovici godine očekujemo izdanje i na lokalnom obvezničkom tržištu. Uz povijesno visoku razinu likvidnosti u sustavu, **sa strane potražnje**, snažan interes od strane velikih tržišnih igrača, uglavnom institucionalnih investitora (mirovinskih i investicijskih fondova te ba-

## Kretanje rejtinga Hrvatske i Bugarske\*



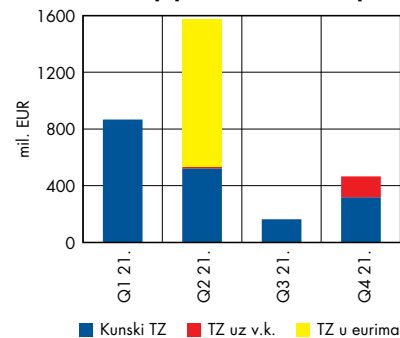
\* S&P SIE prosjek rejtinga Albanije, Makedonije, Crne Gore, Rumunjske, Srbije uključujući pozitivne ili negativne izgleda označene sa 0,5 bodova  
Izvori: Thomson Reuters, S&P, RBI/Raiffeisen istraživanja

## Dospijeeća državnog duga po izdanim obveznicama\*



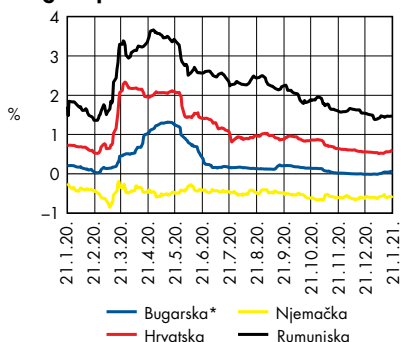
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Preostala dospijeeća trezorskih zapisa



\*glavnica i kamate  
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

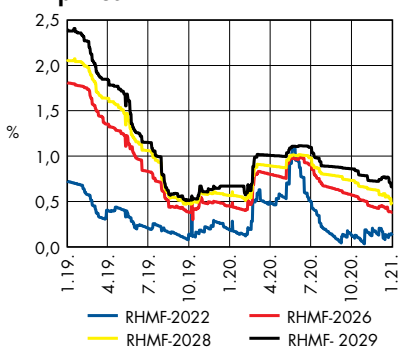
## 10-god. prinosi



\* dospijeeće 2028.

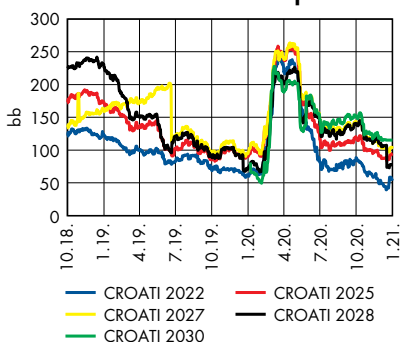
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## HRK prinosi



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Spread hrvatskih euroobveznica u odnosu na referentna izdanja



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Kreditni rejting Republike Hrvatske

Agencija	Dugoročno zaduživanje				Zadnja ocjena	Sljedeća ocjena
	Strana valuta	Izgledi	Domaća valuta	Izgledi		
Fitch Ratings	BBB-	Stabilni	BBB-	Stabilni	4.12.2020.	21.5.2021.
Moody's	Ba1	Stabilni	Ba1	Stabilni	13.11.2020.	14.5.2021.
Standard & Poor's	BBB-	Stabilni	BBB-	Stabilni	18.9.2020.	19.3.2021.

Izvori: Rejting agencije, Raiffeisen istraživanja

naka), neće niti ovog puta izostati obzirom na velike apetite ali i potrebu za plasiranjem likvidnosti akumulirane u bilancama. Isto tako, očekujemo i solidnu inozemnu potražnju čemu u prilog svakako ide i očekivani skorilazak Hrvatske u euro područje.

Uz sužavanje proračunskog manjka i omjer duga opće države i BDP-a u ovoj bi se godini trebao vratiti na silaznu putanju. Iako je Europska komisija potvrdila da će i u 2021. na snazi ostati klauzula o odstupanju od proračunskih pravila kojom je u ožujku 2020. odobrila punu fleksibilnost Pakta o stabilnosti i rastu (tzv. Maastrichtski kriteriji) Ministarstvo financija planira zadovoljiti kriterije u pogledu proračunskog manjka već u ovoj godini. Isto tako, prema projekcijama MF o kretanju javnog duga trogodišnji proračunski plan predviđa stalno smanjenje razine duga u odnosu na BDP za 2 postotna boda svake godine, što je u skladu s Maastrichtskim kriterijima. I dok pandemija COVID-19 ostaje gorući problem, prioriteti Vlade se ne mijenjaju uz aspiraciju za usvajanjem eura visoko na ljestvici prioriteta. Obzirom da kreatori ekonomske i monetarne politike žele omogućiti ulazak u euro područje već u 2023. godini to će zahtijevati, a očekujemo i donijeti, i visoku razinu fiskalne odgovornosti u tom razdoblju. Ljestvica je postavljena visoko, očekujemo kako će obje inicijative potaknuti i proaktivnije djelovanje u provođenju odavno znanih i vrlo nužnih strukturnih reformi.

Takva kretanja pozitivno će se odraziti i na kreditni rejting Hrvatske za koji očekujemo da će se zasigurno, barem u prvoj polovici ove godine, zadržati na investicijskoj razini što je potvrdila i agencija Moody's koja je u jeku neizvjesnosti zbog pandemije i globalnog gospodarskog zastoja u studenom povisila kreditnu ocjenu Hrvatske na jednu razinu ispod investicijske dok, podsjetimo, S&P i Fitch drže Hrvatsku u investicijskom razredu.

Međutim, u pesimističnom scenariju značajnog pogoršanja situacije povezane s pandemijom, gdje prevladavaju negativni rizici ispunjenja fiskalnih kriterija odnosno potencijalno značajno pogoršanje proračunskog manjka i javnog duga, nemogućnost ispunjavanja kriterija iz Pakta o stabilnosti i rastu vratila bi Hrvatsku korak unatrag, ponovo u proceduru prekomjernog proračunskog manjka. To bi se negativno odrazilo i na kreditni rejting države, a zasigurno bi odgodilo i uvođenje eura, za barem dvije godine. Prinosi na obvezničkim tržištima, koji se i dalje zadržavaju na povijesno niskim razinama, u tom bi slučaju porasli, a rast premije rizika otežala bi pristup povoljnijim izvorima financiranja i put povratku ka uravnoteženom fiskalnom saldu u tom bi slučaju postao iznimno izazovan i neizvjestan.

Elizabeta Sabolek Resanović

## Očekivani umjereni rast potražnje za kreditima u 2021.

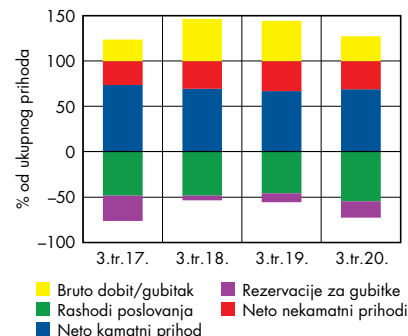
- Novi ciklus moratorija na otplatu kredita dužnicima pogođenim zatvaranjem gospodarstva
- Povećanje rizika djelomično je odgođeno regulatornim izuzećima za klijente pogođene mjerama zatvaranja
- Prepolovljen rezultat poslovanja kreditnih institucija u odnosu na prošlu godinu

Drugi val širenja virusa COVID-19 u jesen 2020. rezultirao je novim restrikcijama u mobilnosti stanovništva i obustavi poslovanja uslužnih djelatnosti. Povišena razina neizvjesnosti oko trajanja i vrsta mjera koje ograničavaju poslovanje dovodi do promjena u potražnji poduzeća za kreditima. Zbog odgode investicija, poduzetnici smanjuju potražnju za novim kreditima i povećavaju rezerve likvidnosti. Povećana je potražnja poduzeća za ugovaranje moratorija, te restrukturiranje i produženje roka otplate kredita. Nakon rasta sklonosti za jačanje likvidnosti na početku proljetnog zatvaranja, novo zaduživanje poduzeća za financiranje obrtnog kapitala kroz godinu prilagođavalo se sniženim razinama poslovanja. U uvjetima izraženog monetarnog popuštanja, na kraju 2020. ukupan iznos depozita poduzeća kod kreditnih institucija premašio je iznos neto plasmana poduzećima. Na početku 2021. očekujemo postupni rast optimizma među poduzetnicima, potaknut početkom kampanje cijepjenja stanovništva i izgledima za normalizaciju dolaska turista u ljetnoj sezoni. U prvom tromjesečju bi poduzetnici još mogli oklijevati s investicijama pa jači rast potražnje za investicijskim kreditima očekujemo u drugom tromjesečju.

U segmentu stanovništva smanjena je potražnja za gotovinskim kreditima koji su u prethodnim godinama ubrzavali rast ukupnih kredita stanovništvu. Zadržavanje umjerenog rasta ukupnih kredita stanovništvu rezultat je državnih mjera za subvencioniranje otplate stambenih kredita za mlađe dobne skupine i povećanog zaduživanja za sanaciju stambenog fonda nakon oštećenja u potresu koji je u ožujku pogodio područje grada Zagreba. Razorni potres u Petrinji na kraju godine imati će znatno manji utjecaj na potražnju za kreditima, jer niska gospodarska osnovica u tom području iziskuje pretežito financiranje obnove iz javnih fondova i donacija. S očekivanim otpuštanjem mjera za prevenciju zaraze i posljedičnim ubrzanjem gospodarskih aktivnosti, povećat će se potražnja za gotovinskim kreditima, ali u 2021. ne očekujemo povratak na dvoznamenkaste stope rasta koje su ostvarivane prije 2020.

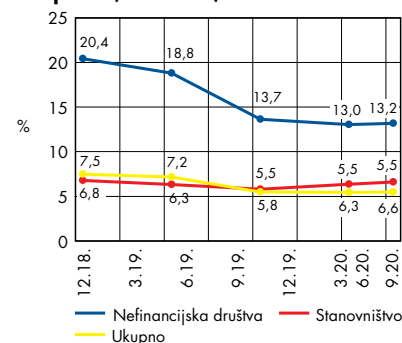
Zatvaranje gospodarstva prepolovilo je rezultat poslovanja bankarskog sustava u odnosu na prethodnu godinu. Usporevanje gospodarstva snizilo je prihode banaka, a prilagodba poslovnih procesa u bankama na rad s distance praćena je uvećanim troškovima komunikacije. Unatoč odgodi reklasifikacije plasmana klijentima pogođenim zatvaranjem gospodarstva, smanjivanje aktivnosti poduzeća i pad dohodaka potrošača povećalo je rizičnost plasmana. Rezultat poslovanja banaka na kraju 2020. trebao bi se zadržati na razini od 50% prošlogodišnjeg ostvarenja. U razdoblju zatvaranja gospodarstva regulator je bankama zaustavio isplatu dividendi u razdoblju od dvije godine i time stabilizirao kapital banaka. S druge strane, odgoda reklasifikacije plasmana za pogođene dužnike usporila je porast rizičnosti plasmana. Stopa ukupne kapitalizacije banaka dosegla je 24,9% na kraju trećeg tromjesečja 2020. i ne očekujemo promijene dok god se ne omogući isplata dividende, a to neće bit prije isteka mjera za odgodu klasifikacije rizičnosti plasmana i realniju procjenu kvalitete cjelokupnog portfelja.

### Struktura rezultata poslovanja banaka



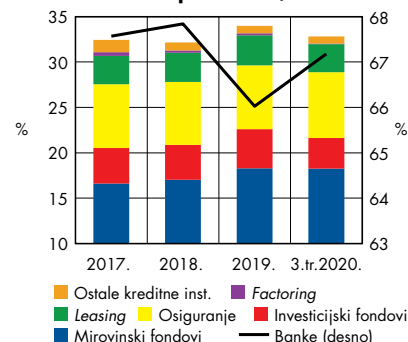
Legenda:  
 - formiranje ukupnog prihoda (između 0% i 100%)  
 - raspodjela ukupnog prihoda osim dobiti (ispod 0%)  
 - učešća dobiti u ukupnom prihodu (iznad 100%)  
 Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim (NPL ratio)



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Hrvatski financijski sektor, struktura



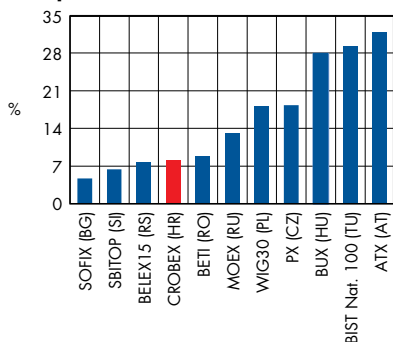
Izvori: HNB, HANFA, Raiffeisen istraživanja

Anton Starčević

## Očekivani oporavak globalnog gospodarstva

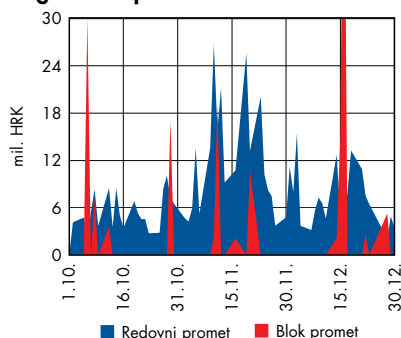
- Tržišta anticipiraju oporavak svjetskog gospodarstva od COVID-19 krize
- Klasični ciklički sektori predvodnici su rasta
- Dobri izgledi za dionička tržišta u godini pred nama

### Regionalni indeksi – prinosi u 4. tromj. 2020.\*



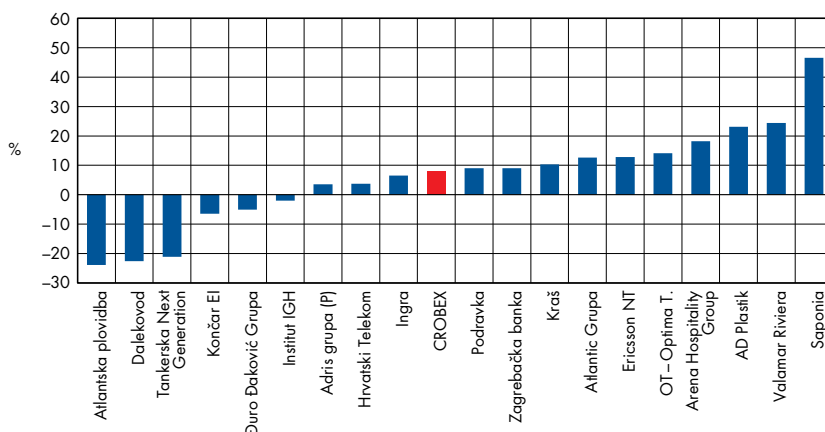
\* u lokalnoj valuti na datum 30.12.2020. (18:30 sati)  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Dnevni promet dionicama na Zagrebačkoj burzi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Povrati CROBEX sastavnica u 4. tromjesečju 2020. (dividende nisu uključene)\*



\* povrati izračunati na datum 30.12.2020. Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Jesenski val pandemije COVID-19 doveo je do novih "zatvaranja" u Europi, a dijelom i u SAD-u. Međutim, unatoč izvjesnom snažnom negativnom utjecaju na gospodarstvo, izuzev pojačane volatilnosti, ovog puta nije bilo izražene negativne reakcije investitora kakvu smo imali u proljetnom valu pandemije. Razlog su dijelom bile vrlo ohrabrujuće vijesti o napretku potrage za djelotvornim cjepivom, što je u konačnici omogućilo početak cijepljenja najrizičnijih skupina krajem prosinca s obje strane Atlantika. Također, investitori su već uračunali u cijene financijskih instrumenata izglasavanje izdašnog paketa fiskalne pomoći američkom gospodarstvu. Većina indeksa regije SIE ostvarila je pozitivna kretanja, a najbolju izvedbu su imali austrijski ATX te zatim mađarski BUX, što je i očekivano s obzirom na visoku zastupljenost dionica cikličkih sektora, bankarskog i naftnog, koji su bili jedni od najviše pogođenih sektora u korona-krizi. Najmanji rast imao je bugarski indeks SOFIX.

Na kretanja dioničkih tržišta u godini pred nama gledamo s optimizmom, obzirom da su regulatorna tijela s obje strane Atlantika već odobrila uporabu dva cjepiva protiv COVID-19 te je cijepljenje globalne populacije već započelo krajem prošle godine. Međutim, neizvjesnosti u svezi tijeka pandemije COVID-19 i nadalje ostaju izražene na tržištima u pogledu širenja novih sojeva virusa i posljedičnog produženja uvedenih restriktivnih mjera sve do sredine drugog tromjesečja. Stoga ne isključujemo mogućnost izražene volatilnosti na globalnim dioničkim tržištima u drugoj polovini prvog ovogodišnjeg tromjesečja. S druge strane, trenutni optimizam investitora odraz je pored pozitivnih vijesti u svezi razvoja i odobrenja cjepiva protiv COVID-19 i smanjenog geopolitičkog rizika s obje strane Atlantika. Naime, u posljednjim danima prije isteka prijelaznog roka uspješno je postignut dugo iščekivani trgovinski sporazum između Velike Britanije i Europske unije, čime je izbjegnuto rizik neurednog ("hard") Brexita. S druge strane Atlantika, rezultati političkih izbora u saveznoj državi Georgiji zasigurno bi trebali pridonijeti stabilnosti zacrtane politike novog američkog predsjednika J. Bidena. Naime, sada je broj mjesta u američkom Senatu podjednako raspoređen između republikanaca i demokrata uz odlučujući glas nove potpredsjednice K. Harris u korist Demokratske stranke. Novoizabrani američki predsjednik J. Biden predstavio je novi paket fiskalne pomoći američkom gospodarstvu u vrijednosti od 1.900 mlrd. dolara. Stoga će pažnja investitora u nadolazećem razdoblju biti usmjerena na procjenu izgleda za izglasavanje svih predloženih mjera u američkom Kongresu.

Izvedba domaćeg dioničkog tržišta u prošloj godini, mjerena CROBEX-om, zaostala je u odnosu na ostvarenje



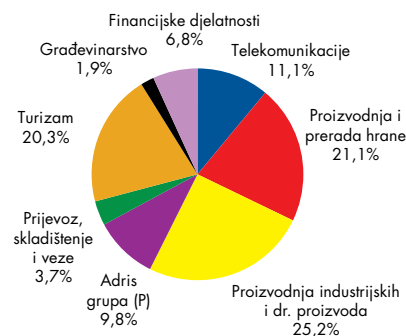
referentnih dioničkih indeksa usporednih zemalja SIE regije. Odras je to visoke ovisnosti hrvatskog gospodarstva o ostvarenjima u turističkom sektoru. S druge strane, CROBEX je tijekom četvrtog tromjesečja 2020. zabilježio oporavak vrijednosti, ali po skromnijim stopama u odnosu na rast usporednih indeksa regije SIE. Među sastavnicama indeksa najbolju izvedbu je imala dionica Saponije, što je odraz pozitivnog trenda poslovanja s posebnim fokusom na optimizaciju poslovnih rashoda. Viša efikasnost poslovanja rezultirala je stoga primjetnim porastom profitabilnosti poslovanja kompanije na godišnjoj razini. S druge strane ljestvice, najviši pad zabilježila je dionica Atlantske plovidbe.

Unatoč i nadalje prisutnim neizvjesnostima u svezi dinamike oporavka domaćeg gospodarstva i turističkih tokova na razinu iz 2019., s optimizmom gledamo na izvedbu domaćeg dioničkog tržišta u ovoj godini. Odras je to pored očekivanog oporavka domaćeg gospodarstva (godišnja stopa rasta realnog BDP-a od oko 5% u 2021.) i očekivanja u svezi uspješnijeg korištenja sredstava iz fondova EU-a te povlačenja sredstva iz nove financijske perspektive 2021. – 2027., sredstva iz novog instrumenta za oporavak (engl. *Next Generation EU*) kao i sredstva iz Fonda solidarnosti za obnovu Zagreba od potresa. Ulazak Hrvatske u europski tečajni mehanizam II (ERM II) te aspiracija vladajućih za skorajšnje preuzimanje eura, svakako imaju pozitivan utjecaj na percipiranu premiju rizika zemlje od strane stranih investitora.

Promatrano sektorski, u posljednjem prošlogodišnjem tromjesečju bilježi se oporavak cijena dionica domaćih turističkih kompanija. Njihov rast cijena nastavljen je i početkom ove godine što upućuje da su investitori u cijene dionica već ukalkulirali značajni oporavak turističkih rezultata ove godine u odnosu na 2020. godinu. Odras je to prije svega početka cijepjenja stanovništva protiv COVID-19 s obje strane Atlantika, koje bi trebalo do početka ovogodišnje sezone rezultirati ukidanjem i/ili ublažavanjem većine postojećih ograničenja putovanja unutar Europske unije, ali i izvan. Istovremeno se očekuje brži oporavak destinacija bližih emitivnim tržištima i manje ovisnim o zračnom prijevozu, u odnosu na daleke i egzotične destinacije. Očekujemo da će fokus investitora biti usmjeren i prema građevinskom sektoru obzirom na nužnu obnovu grada Zagreba te dijelova Zagrebačke, Krapinsko-zagorske, Sisačko-moslavačke i Karlovačke županije od posljedica snažnih potresa. Obzirom da će obnova trajati godinama, a prema podacima HNB-a na kraju trećeg tromjesečja 2020. udio neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima za sektor građevinarstva i dalje prelazi 20% (na razini ukupnog bankovnog sustava RH – 5,5%), očekujemo da će se dio domaćih građevinskih kompanija okrenuti prema mogućnostima financiranja putem domaćeg tržišta kapitala. Stoga, uvrštenje korporativne obveznice društva Samoborka na redovno tržište Zagrebačke burze sagledavamo u kontekstu prvih signala u smjeru okretanja domaćih kompanija iz građevinskog sektora prema mogućnostima financiranja na domaćem tržištu kapitala. Oporavak osobne potrošnje trebao bi se pozitivno odraziti na poslovne rezultate domaćih prehrambenih kompanija, a stabilne rezultate očekujemo i od telekomunikacijskih kompanija. Međutim, više stope rasta mogle bi ostvariti kompanije, orijentirane prvenstveno na izvozna tržišta, a koje se bave proizvodnjom kapitalnih proizvoda i/ili trajnih proizvoda za široku potrošnju.

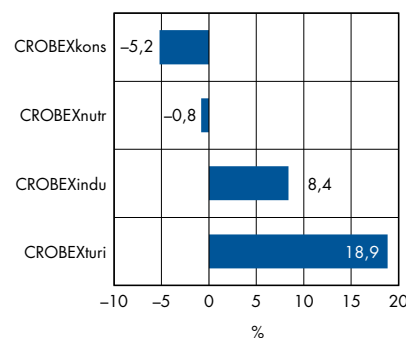
Ana Turudić i Silvija Kranjec

### Sektorski sastav CROBEX-a



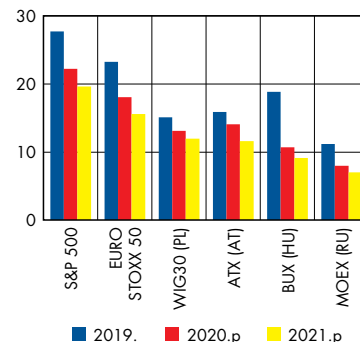
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Povrati sektorskih indeksa Zagrebačke burze u 4. tromjesečju 2020.



\* povrati izračunati na datum 30.12.2020.  
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### P/E\* omjer regionalnih dioničkih indeksa



\* omjer cijene i pozitivnih zarada po dionici  
Izvori: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

# Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

## Ekonomika 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  
 Marko Barbić, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 427, e-adresa: marko.barbic@rba.hr  
 Silvija Kranjec, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 335, e-adresa: silvija.kranjec@rba.hr  
 Ana Turudić, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr

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

## Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

Robert Mamić, izvršni direktor; tel.: 01/46 95 076, e-adresa: robert.mamic@rba.hr

## Urednik

Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih i financijskih istraživanja

## Grafička priprema

SIBI obrt; OIB: 62606715155; I.B. Mažuranić 70, 10090 Zagreb

## Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb  
 Magazinska 69, 10000 Zagreb  
 www.rba.hr  
 tel.: 01/45 66 466, telefaks: 01/48 11 626

## Kratice

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje

APP – eng Asset Purchase Programmes – program kupnje vrijednosnica ESB-a

BDP – bruto domaći proizvod

BDV – bruto dodana vrijednost

BoE – *Bank of England*

CDS – *Credit Default Swap*

CHF – švicarski franak

CIS – Zajednica neovisnih država

CPI – indeks potrošačkih cijena

DZS – Državni zavod za statistiku

e – procjena (*estimate*)

EMU – Ekonomska i monetarna unija

ESA – Europski sustav integriranih 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

HNB – Hrvatska narodna banka

HRK – kuna

HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

ILO – *International Labour Organisation*

JIE – zemlje Južne i Istočne Europe

kr – kraj razdoblja

m – mjesec

MF – Ministarstvo financija

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

OPEC – *Organization of the Petroleum Exporting Countries*

PDV – porez na dodanu vrijednost

PPP – *Purchasing power parity* (paritet kupovne moći)

pr – prosjek razdoblja

RBA – *Raiffeisen Bank Austria d.d. Zagreb*

SAD – Sjedinjene Američke Države

SE – zemlje Srednje Europe

SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe

SNB – *Swiss National Bank*

USD – američki dolar

ZIBOR – *Zagreb Interbank Offered Rates*

ZSE – *Zagreb Stock Exchange*

Publikacija je dovršena 22. siječnja 2021.

Publikacija odobrena od strane urednika: 26. siječnja 2021. u 9:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 27. siječnja 2021. u 11:50 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 pouzdanima, ali za čiju potpunost i točnost ne preuzimamo nikakvu odgovornost. Sve analize sadržane u ovoj publikaciji utemeljene su jedino na javno dostupnim informacijama i pod pretpostavkom da su te informacije cjelovite i točne, a što ne mora biti slučaj i za korisnika predstavlja rizik, kako izdavatelja, tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda. Procjene, projekcije, preporuke ili predviđanja budućih događaja te mišljenja iznesena u ovoj publikaciji predstavljaju neovisne prosudbe analitičara na dan objavljivanja, ako nije drugačije navedeno. Za izradu ove publikacije značajni su bili sljedeći materijalni izvori: Državni zavod za statistiku, Hrvatska narodna banka, Vlada Republike Hrvatske, Hrvatski zavod za zapošljavanje, Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, Ministarstvo financija, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Zagrebačka burza, Ekonomski institut, Bloomberg, Eurostat, The Vienna Institute for International Economic Studies i ostali izvori izričito navedeni u analizi.

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

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

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

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

RBA, Raiffeisen Bank International AG ("RBI"), te bilo koje s njima povezano društvo kao ni njihovi direktori, ovlaštene osobe ili zaposlenici, te bilo koja druga osoba, ne 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 te Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") 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://www.rcb.at/en/the-bank/business-segments/cr/concept-and-methods/>

Prilikom objave analize, preporuka je određena koristeći gore definirane rasponne. 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 RCB, 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, RCB 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/portfelj-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.