

RBAAnalize

broj 82
studeni 2021.

Snažan oporavak u uvjetima jačanja inflacije

- Snažan oporavak
- U očekivanju jačanja investicija od 2022.
- Inflacija ne posustaje
- Probuđena likvidnost Zagrebačke burze



Raiffeisen
ISTRAŽIVANJA

© Photo: Shutterstock Images
Copyright: Sopotnicki

www.rba.hr

Sadržaj

Pokazatelji

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja	3
Usporedne tablice	4

Uvod

Snažan oporavak u uvjetima jačanja inflacije.....	5
---	---

Realni sektor, tržište rada

Snažan oporavak i nove prilike	6
--------------------------------------	---

Platna bilanca, inozemni dug

Pozitivna očekivanja od turizma i EU novca	8
--	---

Tečaj, monetarna politika i inflacija

U očekivanju snažnijih inflatornih pritisaka, ali i normalizacije u 2022.....	9
---	---

Politike središnjih banaka ESB–Fed

ESB: Kamatne stope na trenutnim razinama još dulje vrijeme.....	10
---	----

Nafta

Izazovi i prilike u industriji nafte i plina.....	11
---	----

Fiskalna politika i tržište duga

Fiskalna politika: oporavak na krilima gospodarskog rasta i EU novca	12
--	----

Financijski sustav

Sezonski rast depozita povećava pritisak na relaksaciju ponude kredita.....	15
---	----

Tržište dionica

Optimistični izgledi uz dozu opreza.....	16
--	----

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.	2021.f	2022.f	2023.f	2024.f	2025.f
BDP i proizvodnja										
Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)	3,5	3,4	2,9	3,5	-8,1	7,0	4,4	4,0	3,1	2,6
Potrošnja kućanstava, % (stalne cijene)	3,1	3,2	3,3	4,0	-5,3	7,5	3,5	3,2	2,5	2,0
Bruto investicije u fiksni kapital, % (stalne cijene)	5,0	1,5	3,8	9,8	-6,1	8,5	11,0	8,9	5,0	4,5
BDP u tekućim cijenama (mil. EUR)	47.271	49.913	52.718	55.604	50.225	54.923	58.669	62.189	65.360	68.171
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	11.174	11.942	12.716	13.349	12.186	13.683	14.730	15.724	16.644	17.431
Trgovina na malo, % promjena, realno ¹	4,4	4,4	3,9	3,6	-5,5	10,7	4,5	3,5	4,0	2,0
Industrijska proizvodnja, % godišnja promjena ¹	1,4	-1,0	0,6	-2,7	-3,4	6,7	4,2	3,3	3,0	2,5
Cijene, nezaposlenost i proračun										
Potrošačke cijene, %, kraj razdoblja	0,2	1,2	0,8	1,4	-0,7	3,9	1,9	1,5	1,5	1,6
%, prosjek	-1,1	1,5	0,8	0,8	0,1	2,3	2,2	1,8	1,8	1,8
Proizvođačke cijene ² , %, kraj razdoblja	-0,1	2,1	0,5	1,5	-1,2	8,0	2,1	1,6	2,0	2,0
%, prosjek	-4,1	2,1	2,4	0,8	-2,0	6,7	4,1	2,1	2,0	2,0
Stopa nezaposlenosti (DZS, pr)	14,7	12,4	9,9	7,8	9,0	8,0	7,5	7,2	7,0	6,7
Prosječna neto plaća (HRK), pr	5.685	5.984	6.241	6.582	6.763	7.113	7.269	7.415	7.548	7.707
Deficit konsolidirane opće države, % BDP-a, ESA 2010	-0,9	0,8	0,2	0,3	-7,4	-4,2	-3,0	-2,5	-2,4	-2,4
Javni dug, mlrd. HRK, ESA 2010	286,7	285,4	286,6	293,2	330,2	353,9	364,5	368,6	385,2	400,2
% BDP-a	80,5	76,7	73,3	71,1	87,3	85,2	82,2	78,4	77,9	77,6
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, mil. EUR	22.248	24.624	26.103	28.242	21.130	25.500	29.200	31.098	32.964	35.469
% promjena	7,3	10,7	6,0	8,2	-25,2	20,7	14,5	6,5	6,0	7,6
Uvoz roba i usluga, mil. EUR	21.677	24.273	26.520	28.390	24.531	27.800	30.300	31.512	32.772	34.739
% promjena	5,3	11,9	9,2	6,2	-13,6	13,3	9,0	4,0	4,0	6,0
Tekući račun platne bilance, % BDP-a ³	2,3	3,5	1,9	3,0	-0,1	1,8	2,8	2,9	2,5	2,5
Međunarodne pričuve, mil. EUR, kr	13.514	15.706	17.438	18.560	18.942	24.100	24.300	24.400	24.500	24.500
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	7,5	7,8	7,9	7,9	9,3	10,4	9,6	9,3	9,0	8,5
Izravne inozemne investicije, mil. EUR ⁴	369	447	1.057	1.212	1.279	2.000	2.100	1.850	1.500	1.500
Noćenja turista, % promjena	9,1	10,5	4,0	1,8	-55,2	58,4	45,0	4,5	3,0	3,0
Inozemni dug, mlrd. EUR	44,7	43,7	42,7	40,9	40,6	45,1	46,8	47,6	49,1	50,2
Inozemni dug, kao % BDP-a ³	95,9	88,7	82,2	75,3	82,3	82,1	79,8	76,5	75,1	73,6
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ³	200,9	177,5	163,6	145,3	192,3	176,9	160,3	153,1	149,0	141,5
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	6,99	6,27	6,47	6,65	6,14	6,14	6,08	6,03	6,03	6,03
pr, USD/HRK	6,80	6,62	6,28	6,62	6,61	6,17	6,11	6,04	6,03	6,03
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,56	7,44	7,41	7,44	7,54	7,55	7,53	7,53	7,53	7,53
pr, EUR/HRK	7,53	7,46	7,42	7,41	7,53	7,53	7,53	7,53	7,53	7,53
Novčana masa (M1), mlrd. HRK, kr	83,5	99,4	120,0	137,2	160,4	188,4	196,7	205,6	215,8	223,4
% promjena	18,1	19,1	20,7	14,3	16,9	17,5	4,4	4,5	5,0	3,5
Ukupna novčana sredstva (M4), mlrd. HRK, kr	300,9	307,2	324,0	333,3	364,47	402,74	416,83	429,34	438,35	443,17
% promjena	4,7	2,1	5,5	2,9	9,3	10,5	3,5	3,0	2,1	1,1
Plasmani, mlrd. HRK, kr	221,5	218,9	223,2	229,5	238,51	246,85	254,26	263,16	272,37	281,90
% promjena	-3,7	-1,2	2,0	2,8	3,9	3,5	3,0	3,5	3,5	3,5
Kamatna stopa na trezorske zapise 12m, %, pr	0,95	0,41	0,09	0,08	0,06	0,02	0,02	0,04	0,10	0,10

¹ Prema izvornim neprilagođenim indeksima ² Na domaćem tržištu ³ U eurima ⁴ 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 (%)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	4,7	-2,7	5,1	5,1
Mađarska	4,6	-5,2	7,0	5,5
Češka	3,0	-5,8	3,7	4,4
Slovačka	2,5	-4,8	5,0	5,0
Slovenija	3,2	-5,5	7,1	4,5
SE	4,0	-4,0	5,1	5,0
Rumunjska	4,2	-3,9	7,5	4,7
Bugarska	3,7	-4,2	4,5	4,0
Hrvatska	3,5	-8,1	7,0	4,4
Srbija	4,3	-0,9	6,5	4,0
BiH	2,8	-4,6	3,8	3,6
Albanija	2,1	-4,0	5,7	4,4
JIE	3,8	-4,1	6,7	4,4
Rusija	2,0	-3,0	3,0	1,3
Ukrajina	3,2	-4,0	3,5	3,7
Bjelorusija	1,3	-0,9	0,5	2,0
IE	2,1	-3,0	3,0	1,5
SIE	1,5	-6,7	4,5	4,5
Austrija	1,1	-4,6	3,1	4,5
Njemačka	1,5	-6,5	5,0	4,0
Europodr.	2,3	-3,4	6,1	4,1
SAD	2,2	-3,5	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Potrošačke cijene (% pros. god. prom.)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	2,3	3,4	4,7	4,2
Mađarska	3,4	3,3	4,9	4,4
Češka	2,9	3,2	3,5	3,8
Slovačka	2,8	2,0	2,5	3,6
Slovenija	1,6	-0,1	1,5	1,8
SE	2,6	3,0	4,1	4,0
Rumunjska	3,8	2,6	4,8	6,3
Bugarska	3,1	1,7	2,3	2,8
Hrvatska	0,8	0,1	2,3	2,2
Srbija	1,9	1,6	3,8	4,2
BiH	0,6	-1,0	1,0	1,3
Albanija	1,4	1,6	1,8	2,4
JIE	2,9	1,8	3,7	4,7
Rusija	4,2	3,5	6,2	5,4
Ukrajina	7,9	2,7	9,0	6,7
Bjelorusija	5,6	5,5	9,7	8,1
IE	4,6	3,5	6,6	5,6
SIE	1,5	1,4	2,6	2,0
Austrija	1,4	0,4	2,8	1,9
Njemačka	1,2	0,3	2,3	1,6
Europodr.	1,8	1,2	4,2	2,9
SAD	1,8	1,2	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Bruto investicije (% god. promjena)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	7,2	-8,4	5,7	6,0
Mađarska	12,2	-9,5	6,6	6,3
Češka	5,9	-7,2	3,1	6,0
Slovačka	6,6	-12,0	3,5	10,0
Slovenija	5,8	-4,1	7,5	9,5
SE	7,5	-8,4	5,1	6,5
Rumunjska	12,9	6,8	9,7	8,5
Bugarska	4,5	-5,1	4,5	5,0
Hrvatska	9,8	-6,1	8,5	11,0
Srbija	17,2	-2,3	7,0	8,0
BiH	6,4	-11,7	6,5	9,0
Albanija	2,4	-2,0	6,3	5,0
JIE	10,6	1,4	8,4	8,3
Rusija	1,5	-4,3	3,7	2,5
Ukrajina	14,2	-24,4	9,6	8,7
Bjelorusija	6,2	n.v.	n.v.	n.v.
IE	2,7	n.v.	n.v.	n.v.
Austrija	4,0	-5,5	7,6	4,0
Njemačka				
Europodr.	6,4	-7,5	5,0	6,0
SAD	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Tekući račun (% BDP-a)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	0,5	3,5	0,9	0,2
Mađarska	-0,3	0,1	0,2	0,8
Češka	0,3	3,6	2,4	1,2
Slovačka	-2,7	-0,4	0,8	-0,4
Slovenija	5,6	7,1	6,6	6,2
SE	0,3	2,9	1,4	0,7
Rumunjska	-4,9	-5,2	-6,5	-6,8
Bugarska	3,1	0,2	1,8	4,0
Hrvatska	3,0	-0,1	1,8	2,8
Srbija	-4,7	-4,0	-1,9	-2,7
BiH	-3,5	-3,4	-3,7	-4,2
Albanija	-7,9	-8,9	-7,4	-6,8
JIE	-2,8	-3,8	-3,8	-3,6
Rusija	3,8	2,2	6,1	4,7
Ukrajina	-2,7	4,0	-0,6	-1,7
Bjelorusija	-2,0	-0,2	-0,3	-3,2
IE	3,1	2,3	5,3	3,9
Austrija	7,4	7,0	6,8	6,4
Njemačka	2,4	2,2	2,5	2,2
Europodr.	-2,2	-2,9	-3,3	-3,1
SAD	-2,2	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Deficit konsol. opće države (% BDP-a)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	-0,7	-7,0	-3,6	-2,8
Mađarska	-2,2	-8,8	-7,6	-6,8
Češka	0,3	-6,1	-6,3	-3,9
Slovačka	-1,3	-6,1	-7,9	-5,9
Slovenija	0,4	-8,4	-6,9	-5,1
SE	-0,7	-7,0	-5,2	-3,9
Rumunjska	-4,4	-9,3	-7,9	-6,1
Bugarska	-1,0	-3,0	-4,0	-2,0
Hrvatska	0,3	-7,4	-4,2	-3,0
Srbija	0,2	-8,3	-4,5	-3,0
BiH	1,9	-5,3	-2,5	-1,8
Albanija	-1,9	-6,8	-6,2	-2,8
JIE	-2,4	-7,7	-6,1	-4,4
Rusija	1,8	-3,8	-0,4	0,4
Ukrajina	-2,2	-6,0	-3,1	-2,5
Bjelorusija	2,7	-1,4	-2,7	-2,2
IE	1,5	-3,9	-0,7	0,1
Austrija	1,5	-4,2	-5,7	-2,4
Njemačka	-0,6	-7,2	-7,5	-3,5
Europodr.	-4,7	-15,0	-14,0	-7,1
SAD	-4,6	n.v.	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Javni dug (% BDP-a)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	45,6	57,5	58,5	57,9
Mađarska	68,6	81,7	78,8	78,2
Češka	30,1	37,8	42,0	43,4
Slovačka	48,2	60,3	62,7	63,8
Slovenija	65,6	80,9	78,3	76,3
SE	46,4	57,7	58,9	58,8
Rumunjska	35,3	47,3	50,8	53,3
Bugarska	19,7	24,4	26,7	27,4
Hrvatska	71,1	87,3	85,2	82,2
Srbija	52,1	56,7	59,1	55,6
BiH	32,8	36,9	37,4	36,9
Albanija	65,8	75,7	74,0	71,5
JIE	40,3	50,0	52,1	52,4
Rusija	12,4	17,9	n.v.	n.v.
Ukrajina	50,3	60,8	58,8	56,7
Bjelorusija	34,0	39,3	40,8	39,8
IE	16,2	22,6	n.v.	n.v.
Austrija	59,7	69,8	71,7	69,8
Njemačka	83,9	98,0	100,5	99,0
Europodr.	108,7	132,9	134,6	134,9
SAD	106,0	129,0	n.v.	n.v.

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Inozemni dug (% BDP-a)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	59,2	58,0	n.a.	n.a.
Mađarska	75,9	89,4	84,0	77,8
Češka	76,2	76,1	73,1	68,1
Slovačka	112,4	121,2	116,5	111,3
Slovenija	90,5	104,1	97,4	92,6
SE	71,4	73,8	n.a.	n.a.
Rumunjska	49,2	57,7	56,5	55,4
Bugarska	57,6	63,5	66,8	65,2
Hrvatska	73,6	80,9	81,7	79,5
Srbija	61,5	68,1	65,5	62,0
BiH	64,0	65,8	64,5	63,8
Albanija	60,0	65,6	62,7	60,5
JIE	55,8	62,8	61,8	60,1
Rusija	29,1	31,9	n.a.	n.a.
Ukrajina	79,2	80,8	73,8	69,4
Bjelorusija	64,6	70,1	67,7	70,2
IE	34,3	37,8	n.a.	n.a.
Austrija	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Njemačka	n.v.	n.v.	n.v.	n.v.
Europodr.	123,7	135,6	n.a.	n.a.
SAD				

Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

EUR/lokalna valuta (prosjek)

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Poljska	4,30	4,44	4,55	4,40
Mađarska	325,3	351,2	353,0	350,0
Češka	25,7	26,5	25,7	24,9
Slovačka	1,00	1,00	1,00	1,00
Slovenija	1,00	1,00	1,00	1,00
SE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Rumunjska	4,75	4,84	4,92	4,97
Bugarska	1,96	1,96	1,96	1,96
Hrvatska	7,42	7,53	7,53	7,53
Srbija	117,8	117,6	117,6	117,7
BiH	1,96	1,96	1,96	1,96
Albanija	123,0	123,8	122,6	122,5
JIE				
Rusija	72,4	82,7	87,9	83,5
Ukrajina	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Bjelorusija	2,34	2,78	3,03	3,36
IE				
Austrija	euro	euro	euro	euro
Njemačka	euro	euro	euro	euro
Europodr.	euro	euro	euro	euro
SAD	1,12	1,14	1,19	1,18

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
SE			
Rumunjska	BBB-	Ba1	BBB-
Bugarska	BBB	Baa1	BBB
Hrvatska	BBB-	Baa3	BBB-
Srbija	BB+	Ba2	BB+
BiH	B	B3	NR
Albanija	B+	B1	NR
JIE			
Rusija	BBB-	Baa3	BBB
Ukrajina	B	B3	B
Bjelorusija	B	B3	B
IE			
Austrija	AA+	Aa1	AA+
Njemačka	AAA	Aaa	AAA
Europodručje			
SAD	AA+	Aaa	AAA

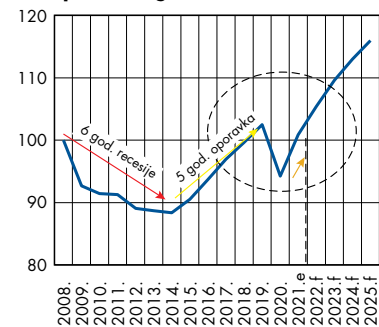
* dugoročno zaduživanje, strana valuta
Izvor: Raiffeisen RESEARCH/RBI

Snažan oporavak u uvjetima jačanja inflacije

Povoljna epidemiološka situacija, izvrsni turistički rezultati i povratak optimizma obilježili su treće ovogodišnje tromjesečje. Uz učinka baznog razdoblja, svi visokofrekventni pokazatelji sugeriraju da bi za razdoblje od srpnja do rujna mogli zabilježiti snažnu dvoznamenkastu stopu rasta, nakon čega ipak očekujemo usporavanje gospodarske aktivnosti. Ono je određeno sve snažnijom neizvjesnošću oko rasta cijena energenata i sirovina te poremećajima u lancima opskrbe. Unatoč tome realni rast u čitavoj 2021. ostat će snažan prvenstveno predvođen rastom izvoza usluga (turizam) i osobne potrošnje, dok bi od 2022. predvodnik rasta trebale biti investicije na krilima korištenja europskih sredstava u okviru Nacionalnog plana oporavka i otpornosti.

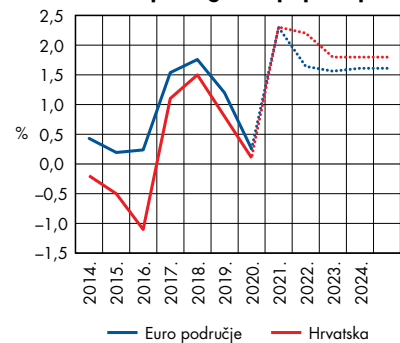
U uvjetima iznadočekivanog snažnog oporavka izdašniji priljevi u proračun nisu iznenadili, ali je rebalans proračuna donio produbljenje planiranog manjak opće države. Posljedica je to podmirenja dugova zdravstvenog sustava te dodatnih neplaniranih potpora za očuvanja radnih mjesta u djelatnostima pogođenim epidemijom COVID-19. Ipak zbog razmjerno snažnog rasta nominalnog BDP-a i stabilnog tečaja omjer duga u odnosu na BDP-a započet će svoju silaznu putanju. I dok su potrebe za ovogodišnjim financiranjem preko tržišta kapitala zadovoljene, vremenski plan dospjeća obveza po izdanim vrijednosnicama u prvoj polovici 2022. implicira bogate aktivnosti na tržištima kapitala narednih tromjesečja. Tržišni uvjeti, visoka likvidnost i niske kamatne stopa neće se promijeniti, a očekivano približavanje ciljanog datuma ulaska u euro područje mogao bi biti blagonaklon prema hrvatskim spreadovima. I dok su fiskalni kriteriji za ulazak u euro područje privremeno suspendirani općom klauzulom o odstupanju iz Pakta o stabilnosti i rastu, a tečaj ostaje stabilan, posebna pozornost trenutno je na inflaciji. Naime, inflatorni pritisci nastavili su jačati dominantno uzrokovani snažnim rastom cijena energije zrcaleći tako kretanja na svjetskim robnim burzama sirove nafte. Energiji se od druge polovice godine pridružuje rast cijena hrane što je osim kretanja na svjetskim robnim tržištima posljedica i lokalnih vremenskih (ne)prilika. Vrhunac inflatornih pritisaka očekujemo u prvom tromjesečju dok bi se pod pretpostavkom normalizacije globalnih lanaca opskrbe isti trebali smiriti u drugoj polovici 2022. Međutim, visoka razina neizvjesnosti, produljeni poremećaji na strani ponude i rastući troškovi transporta sugeriraju pojačane rizike da bi inflatorni pritisci mogli biti dulji, a stopa inflacije viša od trenutnih očekivanja, ne samo u Hrvatskoj već i u euro području. Za sada ESB inflaciju smatra privremenom te u tom smislu ne smatra izglednim stvaranje preduvjeta za podizanje kamatnih stopa u 2022. Štoviše, prema našim predviđanjima one će ostati nepromijenjene do kraja 2024., a prethodit će im svakako i smanjenje programa otkupa vrijednosnica. Naposljetku, unatoč porastu volatilnosti na dioničkim tržištima, osobito u rujnu, ostajemo optimistični u pogledu izgleda te prognoziramo pozitivnu izvedbu vodećih dioničkih indeksa s obje strane Atlantika u posljednjem ovogodišnjem tromjesečju. Pozitivan impuls na dionička tržišta donosi još jedna uspješna sezona objava kvartalnih rezultata kompanija, koja je ponovno nadmašila inicijalna očekivanja investitora. Ostvareni poslovni rezultati kompanija temelje se prije svega na solidnom gospodarskom zamahu, koji bi se trebao nastaviti i u idućoj godini.

Kretanje realnog BDP, 2008. = 100



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Kamatne stope Euro područje, % kr. razdoblja

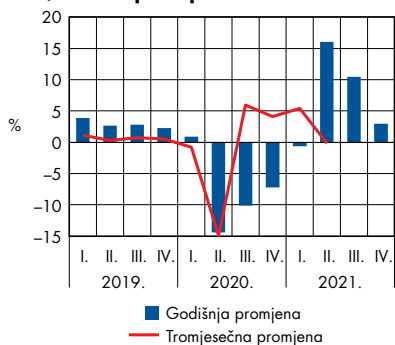
%	2021.	2022.	2023.	2024.	2025.
Referentna kamatna stopa*	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5
Depozitna stopa	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,0
2-god. Prinos**	-0,7	-0,6	-0,5	-0,2	0,3
5-god. prinos**	-0,6	-0,5	-0,3	0,2	0,7
10-god. prinos**	-0,2	0,0	0,2	0,5	0,9

*main refinancing operations ** njemački
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Snazan oporavak i nove prilike

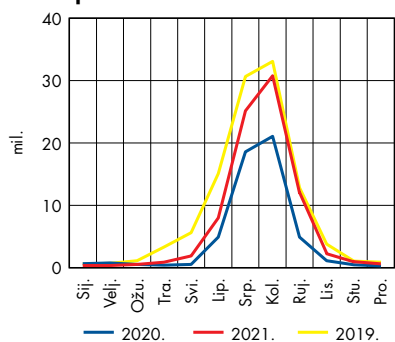
- Odlična turistička sezona i osobna potrošnja predvode rast
- U iščekivanju reformi i novog modela rasta od 2022.

BDP, realna promjena



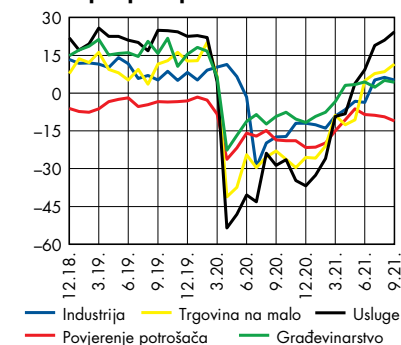
Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Noćenja turista



Izvor: HTZ, Raiffeisen istraživanja

Indeksi povjerenja



Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Nakon rasta gospodarstva od 7,8% u prvoj polovici godine skora objava BDP-a za treće ovogodišnje tromjesečje trebala bi potvrditi ubrzanje dinamike oporavka na tromjesečnoj osnovi te još uvijek solidne dvoznamenkaste godišnje stope rasta. Iako široko rasprostranjen, rast bi kao i u prethodnom tromjesečju trebao biti predvođen izvozom i osobnom potrošnjom.

Na navedeno upućuju visokofrekventni pokazatelji i činjenica da je Hrvatska imala uspješnu turističku sezonu s produljenjem pozitivnih trendova u post sezoni. Percepcija sigurnog utočišta, blizina emitivnih tržišta te kulturna i prirodna raznolikost uz razmjerno povoljnu epidemiološku situaciju za posljednju su imali i rast noćenja od gotovo 53% u razdoblju siječanj – rujanj, ali i ostvarenja preko 77% rezultata povijesno uspješne 2019. Jačanje turističke potrošnje, nastavak rasta bruto i neto plaća (po prosječnoj stopi od 5,3% odnosno 3% godišnje) i rast zaposlenosti čimbenici su koji će se zrcaliti u rastu osobne potrošnje. Ona će uz izvoz usluga (poglavito turizma) biti glavni generator daljnjeg oporavka gospodarstva u trećem tromjesečju 2021.

Navedeno potvrđuju podaci iz trgovine na malo gdje je realan promet na višim razinama u usporedbi drugim tromjesečjem pa i ne iznenađuju visoke godišnje stope rasta. Štoviše, i podaci Porezne uprave o fiskalizaciji za prvih devet ovogodišnjih mjeseci pokazuju rast nominalne vrijednosti fiskalnih računa od preko 20% u odnosu na isto razdoblje 2020., ali i 3,5% u odnosu na 2019.

Indeksi pouzdanja i očekivanja potrošača i poduzeća ukazuju na snažan rast aktivnosti i tijekom posljednjeg tromjesečja, ali recentni rast neizvjesnosti i strah da bi globalni poremećaji na strani ponude mogli potrajati ukazuju na dozu potrebnog opreza. U svjetlu takvih kretanja osim učinka baznog razdoblja u posljednjem tromjesečju očekujemo blago usporavanje dinamike oporavka, osobito kod industrije i građevinarstva. S druge strane uslužne djelatnosti, osobito u segmentu ICT-a ali i onih koje su tijekom pandemije bile pogođene epidemiološkim mjerama, i dalje će bilježiti snažan rast na krilima pojačane potražnje.

Sa strane potražnje očekujemo usporavanje i svih sastavnica BDP-a osobito izvoza roba koji je u prvom dijelu godine bilježio snažne dvoznamenkaste stope rasta. Osobna potrošnja će usporiti, ali rastuće plaće, solidna razina zaposlenosti i produljena post sezona ohrabruju očekivanja da će usporavanje u ovom segmentu biti nešto blaže. Državna potrošnja nastavit će dosadašnju dinamiku uvelike pod pritiskom rastućih troškova zdravstvenog sustava.

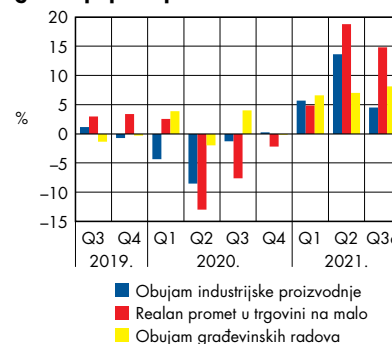
Oporavak investicija trebao bi se nastaviti i u narednim tromjesečjima, iako građevinska aktivnost pokazuje znakove usporavanja, vjerojatno i pod utjecajem poremećaja u dobavnim lancima i rastućih troškova izgradnje. Navedena kretanja ujedno stvaraju povećanu neizvjesnost i time predstavljaju rizik projekcije investicijske aktivnosti osobito privatnog sektora. Naime, poremećaji u lancima opskrbe i rastući troškovi prijevoza uz nestabilne i teško predvidive cijene energije brzo i lako se prelijevaju u malo i otvoreno gospodarstvo poput hrvatskog.

Ipak, javne investicije u okviru Nacionalnog programa oporavka i otpornosti izdašna sredstva iz raspoloživih europskih fondova (Fonda nove generacije, ali i fondova u okviru Višegodišnjeg proračunskog okvira) još uvijek predstavljaju čvrsto uporište projekcijama prema kojima će investicije od 2022. preuzeti ulogu predvodnika rasta. Stoga se stope rasta iznad 4% u 2022. i nadalje čine sasvim izglednim, a rizici za ostvarenje uravnoteženi. U slučaju smirivanja napetosti na svjetskim robnim tržištima i normalizacije u globalnim lancima opskrbe oni su naglašeno pozitivni dok je u suprotnom scenariju projekcija rasta izložena blago negativnim rizicima.

Novi (srednjoročni) model rasta trebao bi temeljen na investicijama financiranim pomoćima iz EU ukupne vrijednosti preko 6 mlrd eura. Osim samog rasta, cilj je stvoriti otpornije i održivije gospodarstvo koji promiče zelenu i digitalnu tranziciju, ali i rješava izazove i probleme identificirane u okviru europskog semestra (poput socijalnog, zdravstvenog ili obrazovnog sustava, reforma pravosuđa itd.) na način da se povlačenje europskih sredstva veže za prethodno ispunjavanje mjerila neophodnim za provođenje reformi i investicija.

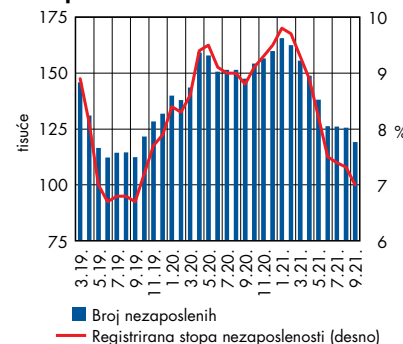
Zrinka Živković Matijević

Visokofrekventni pokazatelji, godišnje promjene



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Broj zaposlenih i broj osiguranika

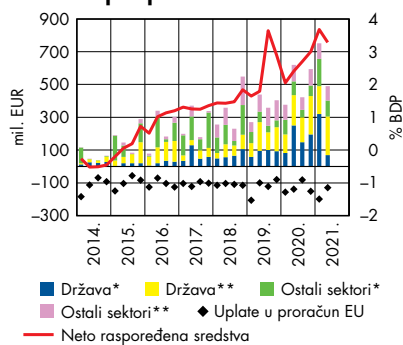


Izvori: HZZ, Raiffeisen istraživanja

Pozitivna očekivanja od turizma i EU novca

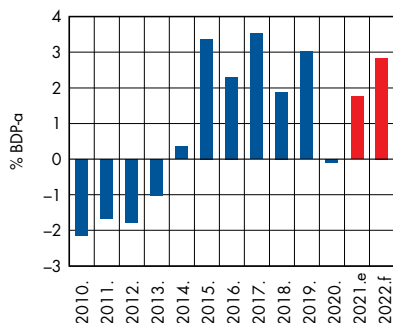
- Krajem lipnja manjak tekućeg računa 0,6% BDP-a
- Dinamika robne razmjene primjetno je intenzivirana u drugom tromjesečju

Transakcije s proračunom EU-a



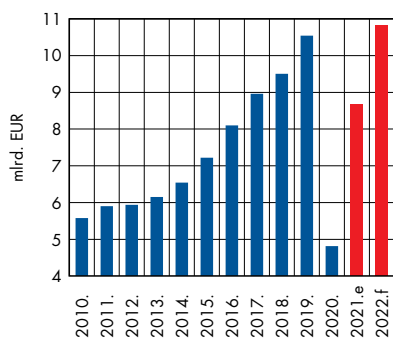
*tekući prihodi, **kapitalni prihodi
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od turizama



Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

U drugom tromjesečju manjak na tekućem računa bilance plaćanja suzio se u odnosu na tromjesečje ranije uglavnom kao rezultat smanjenja manjka na računu roba, te, u manjoj mjeri, pogoršanja primarnog računa što je nadmašilo pozitivan doprinos s računa usluga. Kumulativno, u posljednja četiri tromjesečja, manjak tekućeg računa iznosio je 0,6% BDP-a. Uključujući i kapitalni račun, višak na tekućem i kapitalnom računu iznosio je 1,6% BDP-a. Dinamika robne razmjene se značajno poboljšala u drugom tromjesečju, dijelom i kao rezultat prošlogodišnje niske baze, iako zbog znatno veće uvozne baze rast uvoza premašio je rast izvoza, što je dovelo do daljnjeg pogoršanja negativnog trgovinskog salda u odnosu na isto razdoblje 2020. Međutim treba napomenuti kako je izvoz robe u promatranom razdoblju bio osjetno veći nego u istom razdoblju pretkrizne 2019. godine, pri čemu je uvoz također neznatno premašio razinu prije krize. S druge strane, potaknut snažnim rastom prihoda od turizma, višak na računu usluga poboljšao je za 600 mil. eura u odnosu na isto razdoblje 2020. kada je izbijanje pandemije gotovo potpuno zaustavilo turističku aktivnost. Međutim, u usporedbi s predkriznom 2019., prihodi od turizma iznosili su tek nešto više od polovice prihoda iz drugog tromjesečja 2019. jer je normalizacija putovanja započela tek krajem svibnja.

Na razini cijele 2021. očekivani oporavak inozemne potražnje i turističke aktivnosti trebao bi saldo tekućeg računa približiti prema 2% BDP-a pri čemu su navedena kretanja prvenstveno izložena pozitivnim rizicima odnosno. Očekivanja temeljimo uglavnom na rastu neto izvoza usluga i, u manjoj mjeri, snažnijeg priljeva fondova EU. Unatoč očekivanom poboljšanju, ukupni financijski rezultat za turizam mogao bi iznositi oko 80% rekordne 2019. godine. S druge strane, pogoršanje se očekuje na računu roba i primarnom dohotku. Izvoz robe mogao bi značajno porasti, potaknut oporavkom potražnje najvažnijih vanjskotrgovinskih partnera. No visoka uvozna ovisnost opet će biti teret pozitivnim trendovima. Očekivano pogoršanje stanja primarnog računa bit će rezultat postupnog oporavka dobiti poduzeća u stranom vlasništvu, dok je pritisak sa strane kreditnih institucija smanjen. Podsjetimo, HNB je početkom rujna preispitala postojanje razloga na temelju kojeg je početkom siječnja donesena **Odluka o privremenom ograničenju raspodjela** koja je između ostalog uključivala isplatu dividenda te je ocijenila da su se okolnosti od donošenja Odluke promijenile u mjeri dovoljnoj da opravdaju prijevremeno ukidanje od 1. listopada 2021. Višak na računima sekundarnog dohotka i kapitala mogao bi se značajno poboljšati zahvaljujući nastavku snažnijeg povlačenja EU novca. Ipak, značajnije priljeve po ovoj osnovi očekujemo u godinama nakon 2021. Kao negativan rizik za našu prognozu vidimo iako poboljšani još uvijek slab projektni kapacitet javne uprave. Osim toga, ne smijemo zanemariti posljednje snažnije inflatorne pritiske, posebno u cijenama energenata i ostalih sirovina, koji bi mogao rezultirati višom neto vrijednosti njihovog uvoza. Konačno, dinamika gospodarskog oporavka glavnih inozemnih trgovinskih partnera također predstavlja značajan rizik zbog utjecaja na izvoz robe. Snažnije povlačenje sredstava iz EU fondova povoljno će utjecati na saldo tekućega i kapitalnog računa i tijekom 2022.

Elizabeta Sabolek Resanović

U očekivanju snažnijih inflatornih pritisaka, ali i normalizacije u 2022.

- Visoka likvidnost, niske kamatne stope i stabilan EUR/HRK
- U uvjetima sve snažnijih inflatornih pritisaka

Ljetni mjeseci glavne turističke sezone nisu donijeli uobičajene pritiske u smjeru jačanja domaće valute. Štoviše trgovanje se odvijalo u razmjerno uskom rasponu uglavnom na razinama između 7,48 i 7,50 kuna za euro bez potrebe za deviznim intervencijama ili nekim drugim mjerama središnje banke. Povećan priljev turističkih deviza i potražnja za kunama, bili su ublaženi korporativnom potražnjom za eurima vjerojatno reflektirajući i pojačani uvoz uzrokovan jačanjem gospodarske aktivnosti. S dolaskom jesenskih mjeseci lagano klizanje tečaja iznad 7,50 kuna za euro bilo je očekivano, a sličan trend prema 7,55 kuna za euro mogao bi se nastaviti i prema kraju godine. Snažnije odmake od navedenog ne očekujemo, a u slučaju snažnije volatilnosti na raspolaganju su izdašne međunarodne pričuve koje su na kraju rujna dosegnule povijeno najvišu razinu od 24,4 mlrd eura.

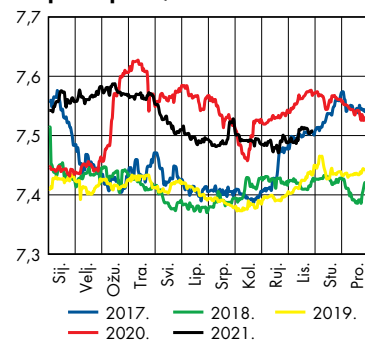
Stabilnost tečaja dakle ostaje neupitno sidro monetarne politike koja će i dalje (vjerojatno sve do ulaska u euro područje) imati ekspanzivni karakter čak i unatoč izraženijim inflatornim pritiscima. Kako je inflacija dominantno uzrokovana rastućim troškovima splet monetarnih mjera donekle je ograničen.

Godišnji rast potrošačkih cijena ubrzao se u drugoj polovici godine ponajviše kao rezultat rasta cijena hrane koje su se tako pridružile cijenama energije, duhana i alkoholnih pića te naposljetku cijenama smještaja. U prvih devet mjeseci rast cijena dobara i usluga u kategoriji Prijevoza, zaslužan je za preko polovicu inflatornih pritisaka ukupnih potrošačkih cijena i to prvenstveno kroz kategoriju cijena naftnih derivata. Oni jasno zrcale ovogodišnja kretanja na svjetskim robnim burzama sirove nafte gdje je barel sirove nafte viši za 60–70% na godišnjoj razini. Cijene duhana i alkoholnih pića pod snažnim su utjecajem podizanja trošarina u prvom ovogodišnjem tromjesečju pa ne iznenađuje i njihov razmjerno visoki doprinos inflaciji (17%). Uz navedeno, snažna potražnja za smještajem tijekom ljetne sezone i ponovno otvaranje uslužnih djelatnosti još su jedan od ključnih čimbenika ovogodišnjeg jačanja inflacije. Naposljetku, kretanja na svjetskim robnim tržištima i lokalne vremenske (ne)prilike prelile su se od polovice godine i na cijene hrane. Hrana je ujedno i najznačajnija kategorija potrošačke košarice pa će rast cijena ove kategorije zasigurno biti ključan generator rasta potrošačkih cijena u posljednjem tromjesečju. I dok je splet mjera monetarne politike u borbi protiv inflacije troškova razmjerno ograničen Vlada je sredinom listopada donijela privremenu mjeru zamrzavanja cijene naftnih derivata s ciljem obuzdavanja inflatornih pritisaka. Uz to barem za sada (do travnja 2022.) godine ne bi trebalo doći do rasta cijena plina kućanstvima.

Vrhunac inflatornih pritisaka očekujemo u prvom tromjesečju 2022. dok bi se uz pretpostavku normalizacije globalnih lanaca opskrbe isti trebali smiriti u drugoj polovici 2022. Međutim, visoka razina neizvjesnosti, produljeni poremećaji na strani ponude i rastući troškovi transporta sugeriraju pojačane rizike da bi inflacija mogla biti viša od trenutnih očekivanja koja pretpostavljaju blago usporavanje rasta potrošačkih cijena, s 2,3% u 2021. na 2,1% u 2022. godini.

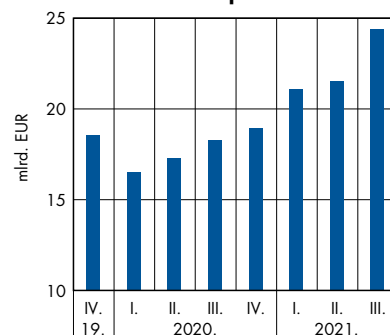
Zrinka Živković Matijević

Srednji tečaj EUR/HRK



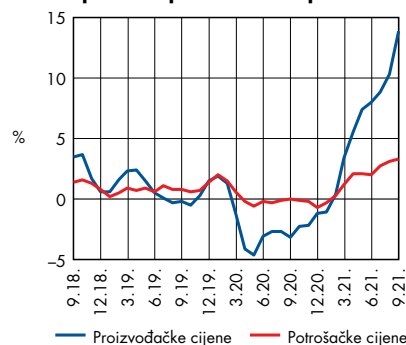
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto međunarodne pričuve



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Kretanje inflacije u Hrvatskoj



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

ESB: Kamatne stope na trenutnim razinama još dulje vrijeme

- ESB: Inflacijski pritisci prolaznog karaktera
- Fed: Prvo podizanje referentnog kamatnjaka možda već krajem 2022.

ESB: ekonomske prognoze

	BDP, god. prom. (%)		Inflacija, god. prom. (%)	
	9. 21.	6. 21.	9. 21.	6. 21.
2021.	5,0	4,6	2,2	1,9
2022.	4,6	4,7	1,7	1,5
2023.	2,1	2,1	1,5	1,4

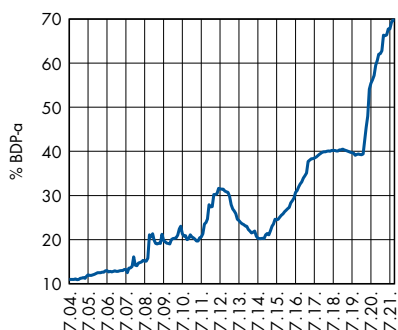
Izvor: ECB, RBI/Raiffeisen istraživanja

FOMC – makroekonomske projekcije (rujan 2020.)

%	2021.	2022.	2023.	2024.
BDP	5,90	3,80	2,50	2,00
prethodno	7,00	3,30	2,40	
Stopa nezaposlenosti	4,80	3,80	3,50	3,50
prethodno	4,50	3,80	3,50	
Inflacija	4,20	2,20	2,20	2,10
prethodno	3,40	2,10	2,20	
Temeljna inflacija	3,70	2,30	2,20	2,10
prethodno	3,00	2,10	2,10	
Referentni kamatnjak	0,10	0,30	1,00	1,80
prethodno	0,10	0,10	0,60	

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

Bilanca ESB-a



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Zasjedanje ESB-a krajem listopada proteklo je bez iznenađenja. Predsjednica Lagarde ostala je pri svom stajalištu o prolaznim inflacijskim pritiscima iako će oni bit podizani dulje od prvotnih očekivanja. Kao glavni čimbenici koji trenutno pokreću inflaciju navedeni su povećanje PDV-a u Njemačkoj, rast cijena energije te zastoji u opskrbnim lancima uslijed snažnog oporavka potražnje. Prema ESB-u, ti pokretači će se povući u 2022. Poseban naglasak na sastanku stavljen je na buduću dinamiku kretanja referentne kamatne stope. Prema ekonomskoj procjeni ESB-a, nužni uvjeti za povećanje kamatnih stopa neće biti ispunjeni do kraja iduće godine i još dulje, a špekulacije o prvom povećanju kamatne stope

već sljedeće jeseni jasno su odbačene. Podsjetimo, Europska središnja banka je u reviziji svoje strategije koja je objavljena prije ljeta najavila relevantne prilagodbe prema kojima potrošačke cijene ostaju mjerodavna mjera inflacije, ali "novi" srednjoročni cilj inflacije iznosi samo 2% (ne ispod, ali blizu 2%, kao prije) te dopušta privremena odstupanja "malo" ispod ili iznad ciljane vrijednosti. Ovakva prilagodba može se protumačiti kao implicitno blago povećanje ciljane inflacije i objašnjavanja prognozu ESB-a koje ne predviđa podizanje referentnih kamatnih stopa prije 2024. Vezano za programe kupnje obveznica, sljedeća odluka bit će donesena u prosincu. ESB nije htjela iznositi detalje, ali je izložila izgleda za ukidanje programa PEPP u ožujku 2022. Po našem mišljenju, otkup obveznica u sklopu PEPP-a će biti dodatno smanjen početkom 2022. te smatramo kako će se volumen otkupa postupno smanjivati u 2022. **Američki Fed** sprema se poduzeti prvi korak prema normalizaciji monetarne politike. To, međutim, neće biti povećanje kamatne stope, već smanjenje mjesečne neto kupnje imovine, tzv. *tapering*. Na sastanku u rujnu FOMC je ocijenio da bi uskoro mogla biti opravdana umjerenija dinamika kupnje imovine, s obzirom da se gospodarski napredak nastavlja uglavnom prema očekivanjima. S prosincem 2020. kao referencom, FOMC smatra će uskoro biti postignut značajan daljnji napredak prema cilju stabilnosti cijena i maksimalnog zapošljavanja. Uz očekivanje kako nedavni porast broja slučajeva COVID-19 samo privremeno usporava oporavak tržišta rada, vjerojatna je službena objava o početku sužavanja na sastanku FOMC-a u studenom. Očekujemo da će se mjesečna neto kupnja imovine započeti postupno smanjivati i završiti u trećem tromjesečju 2022. Odluka o tome kada će započeti podizanje referentne kamatne stope koja se trenutno nalazi između 0 i 0,25%, formalno je odvojena od odluke o smanjenju kupnje imovine. Za promjenu stope moraju biti zadovoljena tri uvjeta: da uvjeti na tržištu rada dosegnu razinu u skladu s maksimalnom zaposlenošću, inflacija dosegne 2% te da se neko vrijeme kreće umjereno iznad 2%. Uzimajući u obzir trenutna kretanja kao i projekcije FOMC-a za 2022. i 2023. drugi i treći već jesu i vjerojatno će ostati ispunjeni. Vrijeme prvog povećanja kamatne stope, dakle, ovisi o dinamici oporavka tržišta rada i Fedovoj definiciji maksimalnog zapošljavanja. Smatramo da su FOMC, a posebno predsjedavajući Powell, željni povratka na stanje na tržištu rada kao prije COVID-19, što bi se po našem mišljenju moglo dostići sredinom 2023. Stoga očekujemo početak ciklusa povećanja stopa 2023., a ne 2022.

Gottfried Steindl, Franz Zobl, Elizabeta Sabolek Resanović

Izazovi i prilike u industriji nafte i plina

- **Kratkoročne cijene nafte i plina revidirane naviše uslijed trenutnih problema u opskrbi**
- **OPEC+ zadržao plan povećanja mjesečne proizvodnje nafte od skromnih 400 kbbl/d**

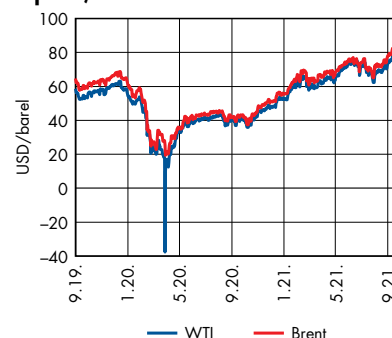
Nema sumnje da će globalna proizvodnja naftnih derivata za 30 godina izgledati znatno drugačije nego danas, uz niskougljične izvore energije koji djelomično istiskuju fosilna goriva što je činilo otprilike 80% proizvedenih naftnih derivata u 2019. Međutim, glavna neizvjesnost je koliko će se brzo primijeniti zastupljenost novih izvora energije. Ovogodišnji neočekivani razvoj cijena na tržištu sirove nafte i prirodnog plina, dokazuje da će proizvođači nafte i plina morati pronaći ravnotežu između ulaganja u izvore energije s niskim udjelom proizvodnje ugljika i zadržane profitabilnost iz poslovanja. Uslijed oporavka svjetskog gospodarstva te približavanja niskih zimskih temperatura došlo je do povećane potražnje koja je uz probleme u globalnim opskrbnim lancima potaknula rast cijene energenata dok najveći proizvođači "crnog zlata" i dalje drže razinu proizvodnje na ograničavajućim razinama.

Naša trenutna očekivanja predviđaju da će cijena nafte tipa Brent ostati iznad 70 dolara po barelu u razdoblju od 2022. do 2023., dok bi europske cijene plina mogle u prosjeku iznositi 50 EUR/MWh u 2022. Srednjoročnu reviziju cijena na više temeljimo na dokazanoj predanosti OPEC+ koja će nastojati održavati ravnotežu na globalnom tržištu nafte te globalni oporavak potražnje za koje se očekuje da će slijedeće godine dosegnuti razine iz 2019. Izostanak rasta američke proizvodnje nafte kratkoročno podržava našu reviziju cijena nafte na više razine. Očekuje se da će europske cijene plina ostati na povišenim razinama još nekoliko tromjesečja zbog bojazni da se sezonski potaknuta veća potražnja ne može zadovoljiti ni putem plinovoda obzirom da Rusija još uvijek ne želi isporučiti veće količine plina, dok se plinovod Sjeverni tok 2 ne smatra rješenjem za trenutnu krizu cijene plina. Rješenje nije ni LNG jer je Azija još uvijek atraktivnije tržište.

Nagli porast broja platformi kojima upravljaju američki privatni proizvođači nafte koji najvjerojatnije nisu dio niskougljične strategije, mogao bi implicirati brže povećanje američke proizvodnje i time gurnuti cijenu nafte prema 65 USD/bbl do 2025. **Očekivano povećanje američkih izvoznih kapaciteta LNG-a trebalo bi igrati važnu ulogu u normalizaciji cijene plina koju trenutno očekujemo na razinama od 30 EUR/MWh u razdoblju od 2024. – 2025.** Početkom rujna OPEC+ je odlučio zadržati svoj plan mjesečnog povećanja proizvodnje nafte od 400 kbbl/d što je gurnulo cijene nafte tipa Brent na iznad 80, najveću razinu od listopada 2018. Do sada je OPEC+ uglavnom zanemarivao pozive SAD-a za povećanje proizvodnje tvrdeći da bi bilo previše rizično obnoviti opskrbu prebrzim tempom obzirom na stalne neizvjesnosti koje donosi koronavirus. Na temelju retorike OPEC+ i prognoza američke energetske obavještajne agencije (EIA) o povećanoj proizvodnji nafte što bi povećalo izvozne kapacitete, očekujemo da će globalno tržište nafte ostati uravnoteženo do kraja ove godine. Pod pretpostavkom da OPEC+ pojača dodatnu opskrbu od 4 mil bbl/d, a američka proizvodnja poraste za gotovo 0,8 mil bbl/d, globalna ponuda nafte bi već 2022. godine mogla biti iznad razine prije pandemije.

Ana Lesar, Oleg Galbur

Cijene sirove nafte (isporuke sljedeći mjesec)



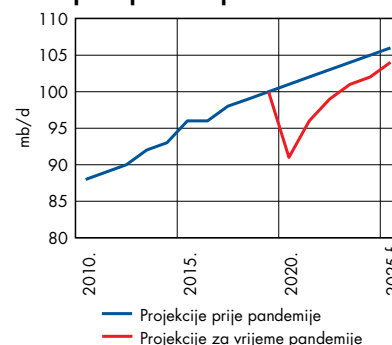
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja ponude i potražnje za sirovom naftom

	2019.	2020.	2021.e	2022.f
Globalna ponuda (mb/d)	100,3	94,1	95,2	100,8
OPEC	34,6	30,7	31,9	34,9
Rusija	11,6	10,6	10,3	11,3
SAD	17,1	16,5	16,1	17,2
Ostali	37	36,3	36,9	37,4
Globalna potražnja (mil bbl/d)	100,1	91,2	96,4	99,6
Globalne zalihe, kraj god. (mil bbl/d)	4,935	6,080	5,649	6,094

Izvor: IEA, US EIA, RBI/Raiffeisen istraživanja

Prognoze potražnje za naftom prije i za vrijeme pandemije

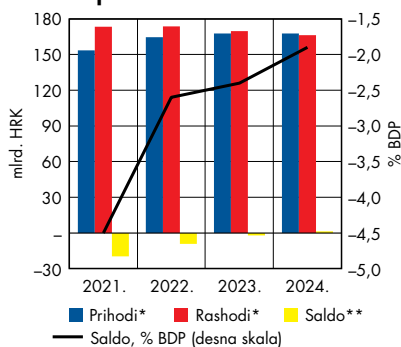


Izvor: IEA, Raiffeisen istraživanja

Fiskalna politika: oporavak na krilima gospodarskog rasta i EU novca

- Novi rebalans proračuna 2021.
- Rejting bez promjena, prinosi stabilni

Državni proračun



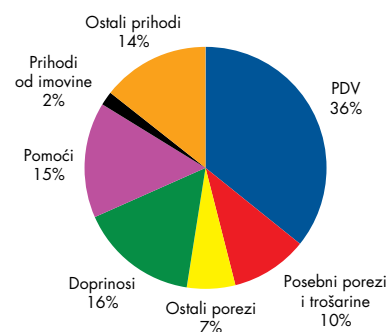
*državni proračun

**konsolidirana opća država, ESA2010

Izvori: Vlada RH, Rebalans proračuna listopad 2021., Raiffeisen istraživanja

Oporavak gospodarske aktivnosti koji se intenzivirao u drugom tromjesečju pozitivno se odrazio i na kretanje fiskalnih pokazatelja odnosno punjenje državnog proračuna. Uz ekonomski oporavak podržan i izvrsnom turističkom sezonom na kretanje prihoda svakako su utjecali i cjelogodišnji fiskalni učinci provedenog poreznog rasterećenja u 2020. te učinci poreznih izmjena koji su stupili na snagu na početku 2021., a odnose se na porezne izmjene u okviru sustava poreza na dobit, poreza na dohodak i poreza na dodanu vrijednost te trošarinskih propisa. Podsjetimo, od 1. siječnja 2021. stopa poreza na dobit za sve poduzetnike koji imaju promet do 7,5 milijuna kuna smanjena je s 12% na 10%, dok su u sustavu poreza na dohodak snižene stope poreza na dohodak s 36% na 30% te s 24% na 20%. Kod PDV-a od 1. srpnja 2021. ukinuto je oslobođenje plaćanja PDV-a pri uvozu dobara male vrijednosti. Stoga je i rebalans proračuna za 2021., koji je Vlada predstavila prošli tjedan, donio povećanje ukupnih prihoda Državnog proračuna za 3,3mlrd kuna na 153,6mlrd kuna u odnosu na rebalans iz lipnja, a kao rezultat povećanja pridonio je ponajviše rast poreznih prihoda, odnosno PDV-a za 2,5mlrd kuna.

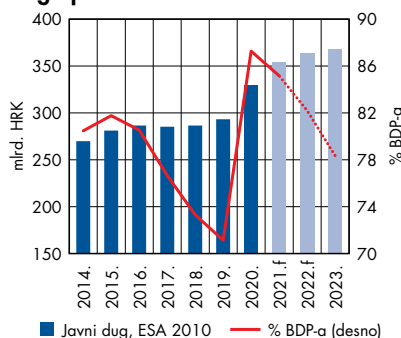
Struktura prihoda Državnog proračuna 2021.



Izvori: Vlada RH, Rebalans proračuna listopad 2021., Raiffeisen istraživanja

Međutim, revizijom proračuna povećani su i ukupni rashodi državnog proračuna i to za 6mlrd kuna na 173,3mlrd kuna. Planiranim rastom rashoda osiguravaju se potrebna dodatna sredstva za podmirenje dugova zdravstvenog sustava te dodatna sredstva za mjeru potpore za očuvanje radnih mjesta u djelatnostima pogođenim epidemijom COVID-19. Unutar rashoda financiranih iz općih prihoda i primitaka, doprinosa i namjenskih primitaka najznačajnija povećanja odnose se na osiguranje sredstava za nabavu borbenih aviona 2,4 milijarde kuna te za dodatna sredstva za rashode za zaposlene (uključujući rashode za zaposlene u osnovnom i srednjem školstvu). Uz navedena kretanja ukupni manjak konsolidirane opće države povećan je na 18,9mlrd kuna ili 4,5% BDP-a što je tj. 0.9pb više od salda planiranog rebalansom u lipnju. Temeljem kretanja fiskalnog salda očekuje se da će udio javnog duga u BDP-u u ovoj godini zabilježiti smanjenje od 4,2 postotna boda te će iznositi 83,1% BDP-a. Planirani manjak financirat će se primicima od financijske imovine i zaduživanja. Obzirom da su primici od izdanih vrijednosnih papira planirani na 25,1mlrd kuna navedeno ukazuje kako su potrebe za financiranjem na tržištima kapitala u ovoj godini zadovoljene.

Dug opće države



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Predložen je i proračun za 2022. te projekcije za 2023. i 2024. Uz nastavak rasta gospodarske aktivnosti na krilima osobne potrošnje, ali prije svega intenziviranjem investicijskih aktivnosti projekcije pretpostavljaju daljnju fiskalnu disciplinu koja bi trebala rezultirati sužavanjem manjka opće države na 1,9% u 2024. uz održivu dinamiku smanjenja javnog duga koji bi se na kraju 2024. trebao spustiti na 75,3% BDP-a. Manjak državnog proračuna za 2022. od 9,3mlrd.kuna financirat će se primicima od financijske imovine i zaduživanja. Ukupni primici od financijske imovine i zaduživanja planirani u iznosu od 42mlrd. U strukturi ukupnih primitaka od financijske imovine i zaduživanja u 2022. najznačajniji dio odnosi se na primitke od izdanih vrijednosnih papira, 32mlrd kuna, koji se u cijelosti odnose na zaduživanje putem obveznica te primici od zaduživanja inozemnim i domaćim kreditima i zajmovima u iznosu od

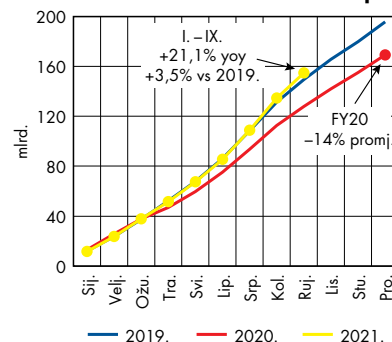
8,6mlrd. Detaljnija struktura aktivnosti na domaćem i inozemnom tržištu kapitala nije objavljena. Budući da u godini pred nama već u veljači dostiže 3mlrd kuna i 500mil. eura VK obveznica, a potom u svibnju slijedi dostižeće 1,25mlrd eura euroobveznice te u srpnju 1mlrd eura VK to implicira bogate aktivnosti na tržištima kapitala i u 2022.

Naše projekcije odražavaju očekivanja o umjerenom, ali postojanoj dinamici fiskalne konsolidacije u srednjoročnom razdoblju uzimajući u obzir s jedne strane pojačanu fiskalnu disciplinu zbog uvođenja eura, a s druge potrebu za snažnijom fiskalnom potporom gospodarstvu. Očekujemo povratak fiskalnog salda unutar Maastrichških kriterija u 2022. uz postupno smanjivanje omjera javnog duga u BDP-u. Obzirom da kreatori ekonomske i monetarne politike žele omogućiti ulazak u euro područje već u 2023. to zahtijeva i visoku razinu fiskalne odgovornosti. Očekujemo kako navedena nastojanja potaknuti i proaktivnije djelovanje u provođenju odavno znanih i vrlo nužnih strukturnih reformi na području zdravstvenog kao i demografskog, socijalnog, obrazovnog i mirovinskog sustava. Pri tome olakotnu okolnost zasigurno pruža produljenje *Klauzule o odstupanju od proračunskih pravila* Pakta o stabilnosti i rastu koja će ostati aktivirana i tijekom 2022. što državama članicama omogućava mogućnost pružanja snažnijih fiskalnih poticaja svojim gospodarstvima kako bi se ublažili negativni utjecaji i osigurao što skoriji oporavak od krize izazvane aktualnom pandemijom.

U godinama pred nama očekujemo kako će povećani priljevi EU novca, posebno iz NGEU-a, povoljno odraziti i na fiskalnu metriku kroz smanjenje pritiska na rashodnoj strani zbog substitucije izvora financiranja investicijskih projekata sredstvima iz EU fondova. S druge strane, budući da su sredstva iz NGEU-a uvelike namijenjena za provođenje reformskih mjera s ciljem poboljšanja poslovnog okruženja što je ključno za ekonomski rast, poboljšanje poslovnog okruženja i investicijske klime bit će zasigurno vjetar u leđa investicijama u privatnom sektoru što će pridonijeti rastu zapošljavanja i potrošnje te posljedično izdašnjim prihodima u proračun. Ohrabruje podatak kako je krajem rujna Europska komisija izvršila isplatu predujma, iz Mehanizma oporavka i otpornosti u iznosu od 818,4 milijuna eura, a prema navodima iz Vlade sredstva iz predujma bit će usmjerena na reforme i projekte koji su najspremniji i koji se mogu prvi realizirati, što se između ostalog odnosi na potporu inovativnom projektu za istraživanje i razvoj autonomnih vozila; ulaganja u širokopojasnu pristupnu infrastrukturu i osiguranje pristupa 5G mreže; potpore poduzetnicima za energetska učinkovitost i korištenje obnovljive energije u industriji i sl.

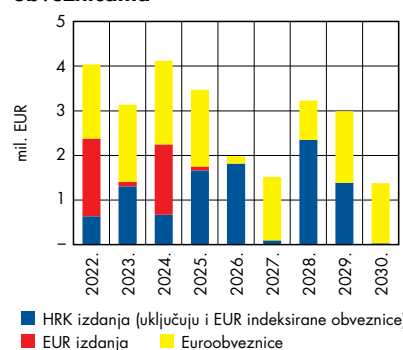
Na globalnim financijskim tržištima u posljednjih mjesec dana svjedoci smo snažnog rasta prinosa na obvezničkim tržištima. Rezultat je to najava zaoštavanja monetarnih politika vodećih središnjih banaka i rastućih strahova kako pojačani inflatorni pritisci možda i nisu toliko "privremeni". Dodatno, neizvjesnosti i nesigurnosti pridonosi i energetska kriza u Europi i Aziji koja također pojačava inflacijska očekivanja. Ponovno usporavanje oporavka i rasta velikih svjetskih gospodarstva, na što ukazuju preliminarni pokazatelji za treće tromjesečje, moglo bi usporiti središnje banke u svojim namjerama stezanja monetarne politike. To bi zasigurno zaustavilo i daljnji rast prinosa. Isto tako, izražen pad cijena obveznica mogao bi motivirati sudionike na financijskim tržištima na povratak ulaganja u sigurnije oblike imovine. Povećana potražnja potaknula bi ponovni rast cijena i time obuzdala prinose. Međutim, ne očekujemo nagli pad prinosa

Iznos računa iz sustava fiskalizacije*



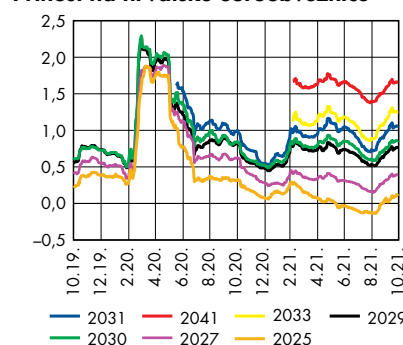
*kumulativno
Izvori: Porezna uprava, Raiffeisen istraživanja

Dospijeca državnog duga po izdanim obveznicama*



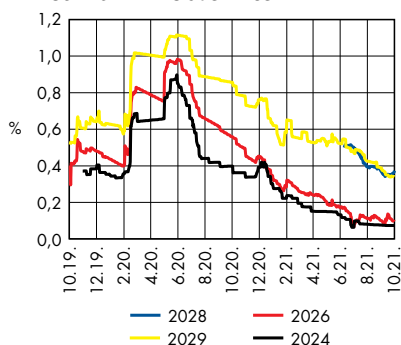
* glavnica i kamate
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na hrvatske euroobveznice*



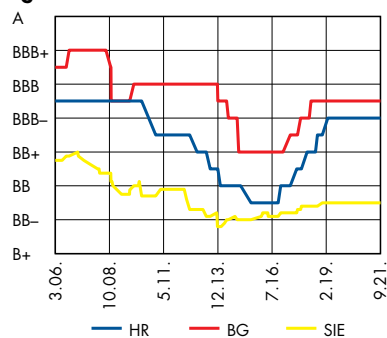
* bid yield to maturity
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na HRK obveznice*



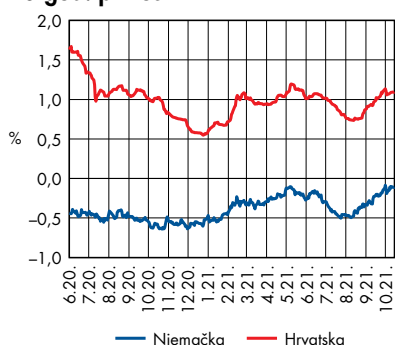
* bid yield to maturity
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

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

10-god. prinosi



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

čak i u slučaju da se cijene energenata na svjetskim robnim tržištima uskoro normaliziraju budući da su da strahovi od rasta inflacije sve ozbiljniji. S druge strane smatramo kako su središnje banke već poprilično odlučne u svojim stavovima oko postupne normalizacije monetarne politike. Isto tako, ne očekujemo da će se globalni rast jako usporiti, a u slučaju daljnjeg usporavanja, inflacija bi mogla iznad ciljanih razina središnjih banaka uzimajući u obzir i dalje ne riješene poremećaje na strani ponude odnosno u lancima opskrbe čija bi normalizacija mogla potrajati. Stoga očekujemo prinose na globalnim obvezničkim tržištima s obje strane Atlantika na trenutnim ili višim razinama i u razdoblju koje slijedi.

Kao i ostale zemlje SIE regije i hrvatsko tržište hrvatskih euro obveznica zabilježilo je značajne gubitke tijekom korekcije cijena na core tržištu. Međutim, gubici u razdoblju od početka godine najniži su u Hrvatskoj u usporedbi s zemljama u regiji. U skladu s kretanjima na globalnim tržištima bid prinos na desetogodišnju hrvatsku euroobveznicu porastao je od kraja kolovoza do polovice listopada za preko 30 baznih bodova do 1,1%. I u razdoblju pred nama hrvatske euro obveznice nastavit će pratiti dinamiku kretanja obveznica u regiji kao i kretanja na globalnim tržištima.

Što se tiče **kreditnog rejtinga**, naša očekivanja u vezi s dinamikom ekonomskog oporavka u međuvremenu su se realizirala, ali fiskalna konsolidacija u srednjoročnom vremenskom okviru neizbježna je prije bilo kakvog pozitivnog koraka na "rejting karti". Sami izgledi ili čak poboljšanje rejtinga bili bi preuranjena pohvala za pristupanje Hrvatske ERM-II (još u srpnju 2020.). Ipak, dugoročniji izgledi za Hrvatsku pozitivno su podržani ulaskom u ERM II i preuzetim obvezama. U periodu pred nama gospodarski oporavak, aspiracija za uvođenjem eura, i potencijalna pozitivna potvrda/podizanje kreditnog rejtinga prilikom revizije u 2022. posljedično će utjecati na smanjenje premije rizika zemlje. Navedeno bi moglo pokrenuti još jedan krug sužavanja spreadova u odnosu na referentna izdanja. Iako, to sužavanje trebalo bi biti umjereno, jer čini se kako je već puno pozitivnih čimbenika ugrađeno u cijene hrvatskih euroobveznica.

Na domaćem tržištu obveznica prinosi su i u trećem tromjesečju ostali usidreni na niskim razinama s čak blagom tendencijom pada odražavajući manjak ponude, akomodativni stav monetarne politike i obilnu kunsku likvidnost, ali i neosjetljivost na globalna kretanja. Na kretanje prinosa na lokalnom tržištu i dalje će snažno utjecati nedostatak ponude i istodobno velika potražnja. Uz to, pretpostavka ulaska u euro područje 2023./2024. podrazumijeva povećanje kreditnog rejtinga države za jednu do dvije investicijske razine što će posljedično vršiti pritisak na prinose koji će u uvjetima porasta inflacije i rasta prinosa na core tržištu djelovati u suprotnom smjeru. Stoga ne očekujemo širenje spreadova u odnosu na referentna izdanja u sljedeće dvije godine. Napokon, uvjereni smo da bi središnja banka, u slučaju potrebe, sigurno nastavila s otkupom obveznica.

Elizabeta Sabolek Resanović

Sezonski rast depozita povećava pritisak na relaksaciju ponude kredita

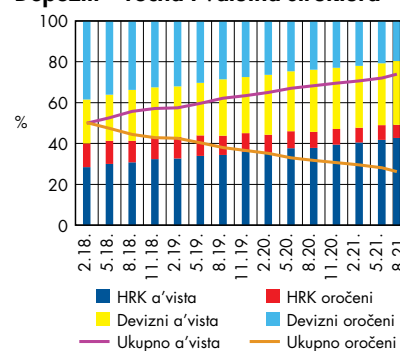
- Ostvareni prihodi od turizma rezultirali su i pojačanim priljevom depozita u bankama
- Kreditna aktivnost stagnira pod utjecajem povišene neizvjesnosti u realnom sektoru
- Istek moratorija nije se negativno odrazio na rizičnost plasmana

U ljetnom razdoblju sezonski se povećavaju prihodi u djelatnostima ovisnim o turističkom prometu, što potiče priljev depozita u banke. Krajem ljeta međugodišnja stopa rasta depozita dosegla je dvoznamenkastu razinu. Na strani kredita u ljetnoj sezoni korištenja godišnjih odmora smanjuje se isplata novih kredita i posljedično pojačava likvidnost u bankarskom sustavu. Budući da u strukturi turističkih kapaciteta prevladava privatni smještaj, ostvareni prihodi od iznajmljivanja prenose se na povećanje depozita stanovništva u bankama. U segmentu poduzeća tijekom ljeta sezonski se povećavaju prihodi od prodaje, a smanjuju zalihe gotovih proizvoda i repromaterijala, što također rezultira u porastu stanja na depozitnim računima. S dolaskom jeseni slijedi ujednačavanje kretanja depozita i kredita, ali ove godine zbog zastoja u opskrbnim lancima stagnira potražnja poduzeća za kreditima. Kod stanovništva dinamiku rasta kredita održava jedino stambeno kreditiranje koje potiču povijesno niske kamatne stope na kredite i snažan rast cijena nekretnina. Potrošački krediti tek ulaze u pozitivnu zonu međugodišnje stope rasta. Potražnju za potrošačkim kreditima potiče rast cijena roba i usluga. Ali buđenje inflatornih pritisaka ujedno pojačava i neizvjesnost o budućem omjeru primitaka i izdataka u uvjetima jačanja promjene na tržištima, što usporava oporavak potrošačkih kredita. U drugom polugodištu ove godine ne očekujemo značajne promjene u dinamici kreditiranja, dok u slijedećoj godini očekujemo rast potražnje za kreditima u sektoru poduzeća prema razini rasta kredita stanovništvu. Ipak, nastavak povišenih rizika u ulaganjima u alternativne financijske instrumente podržat će motivaciju klijenata za držanje depozita u bankama. Stoga brži rast kredita od depozita vidimo tek u srednjem roku.

Pad poslovnih aktivnosti u prethodnoj godini izazvan zatvaranjem gospodarstva, potaknuo je strah regulatora poslovanja banaka od mogućeg vala stečajeva u sektoru poduzeća i porasta neprihodujućih plasmana. Relaksacijom pristupa u procjeni rizičnosti plasmana regulatori su bankama omogućili odobravanje moratorija i restrukturiranje plasmana, što je zatvaranjem pogođene zajmoprimce održalo u solventnom stanju. S druge strane bankama je onemogućeno raspolaganje kapitalom radi amortizacije eventualnog šoka uslijed smanjenja naplate. Istek moratorija na otplatu kredita, koji je kod sezonski orijentiranih poduzeća nastupio krajem ovog ljeta, nije se odrazio na promjenu rizičnosti poslovanja banaka. Budući da je povratak poslovnih aktivnosti ostvaren brže od prošlogodišnjih očekivanja regulatora, u listopadu su ukinute zabrane bankama u raspolaganja kapitalom. Nakon što je povrat na kapital u bankarskom sektoru prošle godine prepolovljen na 4.4 posto, u prvom polugodištu ove godine bankarski je sektor ostvario povrat od 8 posto. Na kraju godine očekujemo da će se povrat na kapital zadržati na istoj razini. Ostvarivanju više razine povrata na kapital trebalo bi doprinijeti i očekivano smanjivanje stope kapitaliziranosti banaka koja je na kraju polugodišta dosegla 25 posto. Omogućavanje isplate prinosa na kapital s jedne i smanjivanje rizičnosti poslovanja na tržištu koje se približava ulasku u euro područje s druge strane, zasigurno će pritiskati stopu kapitaliziranosti prema dolje i time posredno omogućiti rast povrata na vlasnički kapital banaka.

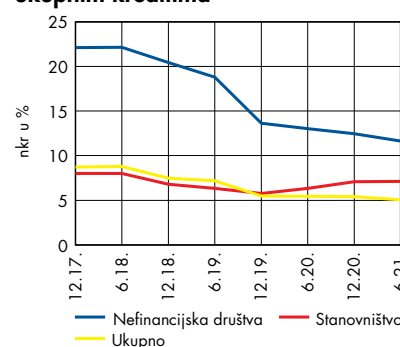
Anton Starčević

Depoziti – ročna i valutna struktura



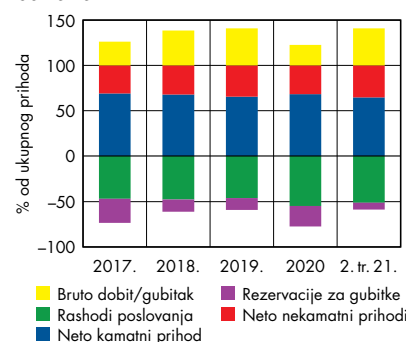
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Udjel neprihodujućih kredita u ukupnim kreditima



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Struktura rezultata poslovanja banaka

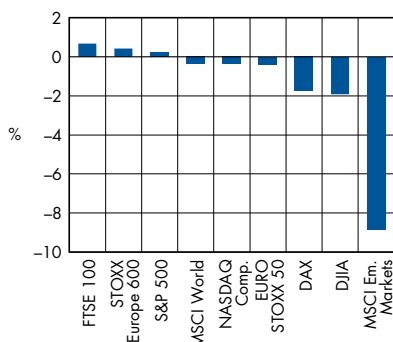


Legenda:
 – formiranje ukupnog prihoda (između 0% i 100%)
 – raspodjela ukupnog prihoda osim dobiti (ispod 0%)
 – učešća dobiti u ukupnom prihodu (iznad 100%)
 Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Optimistični izgledi uz dozu opreza

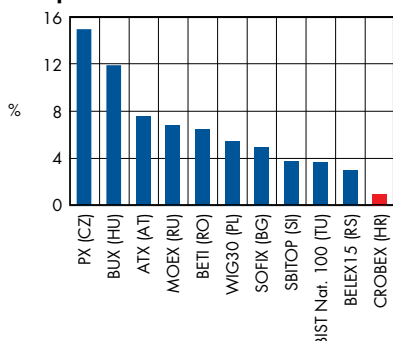
- Oporavak gospodarske aktivnosti podupire dionička tržišta
- Uspješna sezona objava kvartalnih rezultata donosi dodatne pozitivne signale
- Fokus investitora na retorici kompanija o utjecaju rastućih troškova sirovina i energenata
- Povratak višim volumenima trgovanja na Zagrebačkoj burzi

Svjetski indeksi – prinosi u 3. tromj. 2021.*



* u lokalnoj valuti na datum 30.9.2021. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Regionalni indeksi – prinosi u 3. tromj. 2021.*



* u lokalnoj valuti na datum 30.9.2021. (18:30 sati)
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Vrednovanje kineskog dioničkog tržišta



Izvori: Bloomberg, RBI/Raiffeisen istraživanja

Protoklo tromjesečje bilo je obilježeno izraženijom volatilnošću, posebice u rujnu koji je donio značajne dnevne oscilacije vodećih globalnih dioničkih indeksa. Međutim, gledajući od početka godine investitori se mogu osvrnuti na vrlo dobru izvedbu dioničkih tržišta. Fokus investitora bio je tijekom trećeg tromjesečja na raspravama čelnika Fed-a i ESB-a o monetarnoj politici, uz neizostavno praćenje situacije vezano za COVID-19. Pritom su sve glasnjija bila upozorenja iz pojedinih industrijskih sektora te sektora građevinarstva o uskim grlima u opskrbnim lancima uslijed nedostatka komponenti i sirovina, što je utjecalo na nemogućnost zadovoljavanja ili djelomično zadovoljavanje visoke potražnje. Neslaganje oko gornje granice američkog duga i proračuna unosilo je određenu dozu neizvjesnosti na tržišta, a i izglasavanje velikog plana ulaganja u infrastrukturu nije protjecalo bez teških pregovora i nesuglasica. Iako je američki Senat odobrio plan u kolovozu, došlo je do zastoja u izglasavanju istog u Zastupničkom domu američkog Kongresa. S naše strane Atlantika je pažnja investitora bila usmjerena na savezne parlamentarne izbore u Njemačkoj, koji nisu iznjedrili jasnog pobjednika ali su označili kraj političke ere Angele Merkel obzirom da formiranjem nove njemačke vlade ona više neće biti kancelarka.

Geopolitičke vijesti ipak su zasjenile objave s kineskog tržišta. Osim usporevavanja gospodarske aktivnosti, fokus investitora bio je na najavi strože regulative usmjerene prvenstveno na vodeće kompanije iz tehnološkog sektora i privatne kompanije iz obrazovnog sektora te krizi likvidnosti kineske kompanije za razvoj nekretnina Evergrande Group. Financijsko posrtanje kompanije Evergrande utjecalo je na porast volatilnosti na dioničkim tržištima uslijed mogućih prelijevanja negativnih učinaka na globalni financijski sustav. Međutim, očekujemo tek ograničene učinke na globalnoj razini uslijed upravljive međuovisnosti posrnule kineske kompanije i međunarodnog financijskog sustava. Pritom ne isključujemo izraženiju volatilnost kineskog dioničkog tržišta u narednom razdoblju, ali vodeći pokazatelji podupiru naša očekivanja da je većina negativnih vijesti već ukalkulirana u cijene financijskih instrumenata.

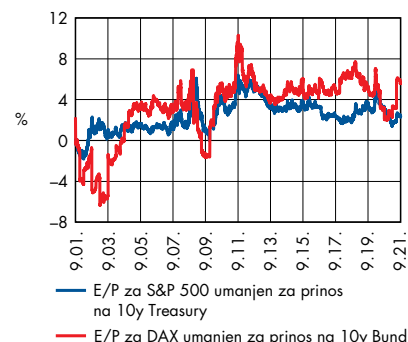
Unatoč porastu volatilnosti ostajemo optimistični u pogledu izgleda za dionička tržišta u nadolazećem razdoblju te prognoziramo pozitivnu izvedbu vodećih dioničkih indeksa s obje strane Atlantika u posljednjem ovogodišnjem tromjesečju. Pozitivan impuls na dionička tržišta donosi još jedna uspješna sezona objava kvartalnih rezultata kompanija, koja je ponovno nadmašila inicijalna očekivanja investitora. Ostvareni poslovni rezultati kompanija temelje se prije svega na solidnom gospodarskom zamahu, koji bi se trebao nastaviti i u idućoj godini ali nešto sporijom dinamikom. Naši makroekonomisti očekuju realnu godišnju stopu rasta BDP-a europa područja od 5,0% u 2021. i 4,0% u 2022. godini. Snažan gospodarski zamah također se očekuje i za SAD. Konsenzus tržišnih očekivanja upućuje na ovogodišnji realni rast gospodarske aktivnosti od 6,1% te 4,1% u 2022. godini. Istovremeno je izgledno da se povijesno visoke ovogodišnje stope rasta ostvarene zarade po dionici kompanija, a koje su odraz i baznog učinka, neće ponoviti tijekom sljedeće godine. Unatoč tome, očekujemo solidan rast zarada američkih i europskih kompanija koji bi i u 2022. godini trebao ostati

iznad povijesnog prosjeka ostvarenog u petogodišnjem razdoblju prije izbijanja pandemije COVID-19. Istovremeno u kratkom roku ne očekujemo nepovoljan utjecaj na dionička tržišta s osnove zaokreta u monetarnoj politici Fed-a i postupnog smanjenja mjesečnog volumena otkupa vrijednosnica. Međutim, investitori ne bi smjeli zanemariti činjenicu da se SAD približava ka normalizaciji monetarne politike te trenutno postoji značajna mogućnost da će se Fed odlučiti za prvo podizanje referentnog kamatnjaka već krajem 2022. ili početkom 2023. godine. Dodatno, očekujemo da će tržišta biti podržana programima otkupa vlastitih dionica i to prije svega s druge strane Atlantika uslijed visoke akumulacije novčanih sredstava od strane kompanija. U takvom okruženju visoke valuacije u SAD-u ne djeluju previše zabrinjavajuće, a više razine u odnosu na Europu te tržišta u nastajanju mogu se opravdati višom profitabilnošću kompanija i sektorskim sastavom indeksa. Dionički indeksi regije SIE u trećem su tromjesečju bilježili pozitivna kretanja, a predvodnik rasta bili su češki indeks PX i austrijski ATX. Njihova dobra izvedba odraz je visoke zastupljenosti dionica financijskog sektora, kojima u prilog ide rast prinosa na referentna obveznička izdanja, odnosno očekivani rast kamatnih stopa, kao i relativno visok udio cikličkih sektora. Hrvatski indeks CROBEX našao se na samom začelju ljestvice sa skromnim rastom vrijednosti od 0,95%. Među sastavnicama indeksa najviše je porasla dionica Dalekovoda, što pripisujemo pozitivnim očekivanjima investitora vezano za restrukturiranje kompanije.

Kao i za inozemna tržišta, optimistični smo oko kretanja CROBEX-a do kraja godine, ali i u 2022. Tome u prilog idu povoljna makroekonomska očekivanja, primjetan porast aktivnosti investitora te dobri poslovni rezultati kompanija u prvih 9 mjeseci ove godine. Rezultat je to, osim niske baze, vrlo dobre turističke sezone što se, osim na same turističke kompanije, reflektira i na poslovanje cjelokupnog uslužnog i svih povezanih sektora, u prvom redu prehrambenog. Očekujemo i nastavak dobrih rezultata kompanija ICT sektora, s obzirom da je HAKOM u kolovozu proveo aukciju radiofrekvencijskog spektra za 5G mobilnu mrežu te stoga slijede investicije u izgradnju mreže. Jedna od ključnih odrednica kretanja CROBEX-a ostaje razvoj situacije s pandemijom COVID-19. Iako su dnevne statistike broja zaraženih u Hrvatskoj još uvijek relativno visoke, zasad nema naznaka eskalacije pandemije te ne očekujemo ponovno uvođenje restrikcija kakve smo imali u posljednjem tromjesečju 2020. U fokusu investitora ostat će utjecaj rasta cijena energenata i sirovina te poremećaja u lancima opskrbe na poslovanje kompanija. Ipak, s obzirom da se značajan dio nabave sirovina ugovara unaprijed, izraženiji negativan utjecaj na profitabilnost očekujemo u 2022. godini. Nadalje, utjecaj navedenih čimbenika na poslovanje kompanija ovisit će o mogućnosti prebacivanja tereta rastućih ulaznih cijena na krajnje potrošače odnosno o relativnoj elastičnosti potražnja za pojedinim proizvodima.

Ana Turudić i Silvija Kranjec

Valuacija dioničkog tržišta nasuprot prinosu na obveznice, u povijesnom kontekstu



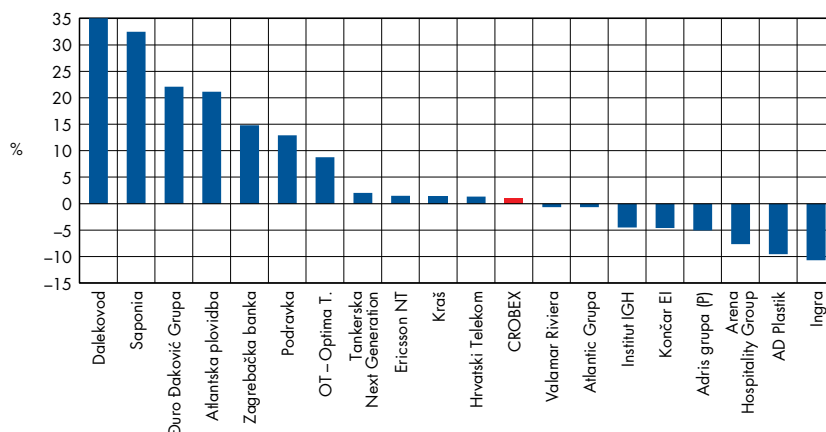
*E/P se odnosi na omjer zarade po dionici i cijene
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Snažna novčana pozicija američkih kompanija



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Povrati CROBEX sastavnica u 3. tromjesečju 2021. (dividende nisu uključene)*



* povrati izračunati na datum 30.9.2021. 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
 Ana Lesar, ekonomski analitičar; tel.: 01/46 95 099, e-adresa: ana.lesar@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

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 – Eurospka središnja banka
 Eurostat – Statistički ured Europske unije
 f – prognoza (*forecast*)
 Fed – *Federal Reserve System*
 GBP – funta
 god., g – godina
 HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
 HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj
 HNB – Hrvatska narodna banka
 HRK – kuna
 HZMO – Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje
 HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje
 ILO – *International Labour Organisation*
 JIE – zemlje Južne i Istočne Europe
 kr – kraj razdoblja
 m – mjesec

MF – Ministarstvo financija
 mil. – milijun
 mlrd. – milijarda
 OPEC – *Organization of the Petroleum Exporting Countries*
 PDV – porez na dodanu vrijednost
 PPP – *Purchasing power parity* (paritet kupovne moći)
 pr – prosjek razdoblja
 RBA – *Raiffeisen Bank Austria d.d. Zagreb*
 SAD – Sjedinjene Američke Države
 SE – zemlje Srednje Europe
 SIE – zemlje Srednje i Istočne Europe
 SNB – *Swiss National Bank*
 USD – američki dolar
 ZIBOR – *Zagreb Interbank Offered Rates*
 ZSE – *Zagreb Stock Exchange*

Publikacija je dovršena 29. listopada 2021.

Publikacija odobrena od strane urednika: 29. listopada 2021. u 17:00 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 3. studenoga 2021. u 10:00 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 djelomično, 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 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/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.