



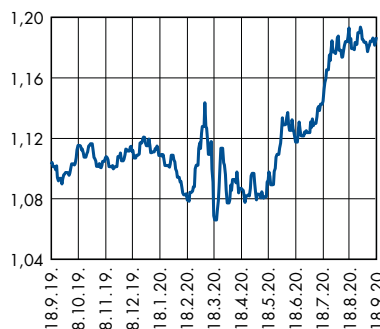
Kreditni rejting Republike Hrvatske*

	Dugoročno zaduživanje			
	Strana valuta		Domaća valuta	
	Ocjena	Trend	Ocjena	Trend
Fitch Ratings	BBB-	Stabilni	BBB-	Stabilni
Moody's	Ba2	Pozitivni	Ba2	Pozitivni
Standard & Poor's	BBB-	Stabilni	BBB-	Stabilni

*na dan 18. rujna 2020.

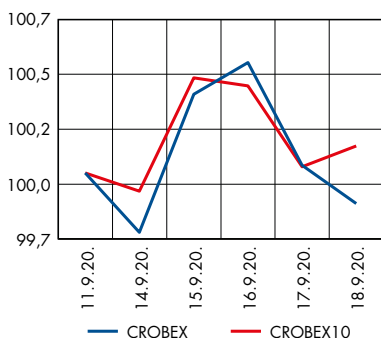
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

EUR/USD



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dionički indeksi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

- U skladu s očekivanjima, potrošačke cijene ostale su u kolovozu gotovo ne promijenjene (-0,1% mom i -0,1%yoy). Kumulativno, od siječnja do kolovoza cijene su bile više za 0,3% u odnosu na isto razdoblje 2019. (str. 2)
- Uz minimalan pad broja nezaposlenih osoba registriranih pri HZZ-u (za 65 osoba na 151.368 nezaposlenih), administrativna stopa nezaposlenih zadržala se u kolovozu na srpanjskih 9%. (str. 2)
- S&P potvrdila kreditni rejting Hrvatske na investicijskoj razini BBB- te zadržala stabilne izgleda. (str. 2)
- Prošlotjedno zasjedanje Fed-a obilježila je očekivana provedba najava sa simpozija u Jackson Hole-u. Kao jedan od bitnijih ciljeva istaknuta je ciljana razina inflacije od 2% koja se ne očekuje prije 2023. godine. Godišnji pad realnog BDP-a za posljednje ovogodišnje tromjesečje revidiran je na 3,7%. (str. 3)
- Na dioničkim tržištima u fokusu zasjedanje Fed-a. (str. 5)

Objave ekonomskih pokazatelja

	Pokazatelj	Vrijeme objave	Prognoza (RBI/RBA)	Konsenzus	Posljednja vrijednost
Hrvatska					
22.9.	Indeks obujma građevinskih radova, god. promj. (srp)	11:00			13,4%
Europodručje					
22.9.	europodručje: Povjerenje potrošača (ruj)	16:00	-14,7		-14,7
23.9.	Njemačka: Gfk indeks povjerenja potrošača (lis)	8:00			-1,8
23.9.	Njemačka: PMI indeks prerađivačkog sektora (ruj)**	10:30	53,0		52,2
23.9.	Njemačka: PMI indeks uslužnog sektora (ruj)**	10:30	52,3		52,5
23.9.	europodručje: PMI indeks prerađivačkog sektora (ruj)**	11:00	52,2		51,7
23.9.	europodručje: PMI indeks uslužnog sektora (ruj)**	11:00	50,2		50,5
24.9.	Njemačka: IFO indeks poslovne klime (ruj)	10:00	93,3		92,6
24.9.	Njemačka: IFO indeks očekivanja (ruj)	10:00	97,8		97,5
SAD					
22.9.	Prodaja postojećih stambenih objekata (kol)	16:00			24,7%
22.9.	Richmond Fed indeks prerađivačkog sektora (ruj)	16:00			18
23.9.	PMI indeks prerađivačkog sektora (ruj)**	15:45			53,1
23.9.	PMI indeks uslužnog sektora (ruj)**	15:45			55,0
24.9.	Zahtjevi za naknade za novonezaposlene (19. ruj)	14:30			/
24.9.	Zahtjevi za naknade za nezaposlene (19. ruj)	14:30			/
24.9.	Prodaja novih stambenih objekata (kol)	16:00			13,9%
24.9.	Narudžbe trajnih dobara (kol)**	14:30			11,4%
Događanja					
24.9.	ESB – objava ekonomskog biltena	10:00			/

* konačni podaci; ** preliminarni podaci

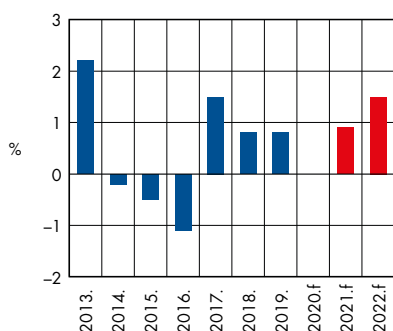
Izvori: www.raiffeisenresearch.com, Bloomberg, DZS, HNB, Min. financija, Zavod za zapošljavanje



S&P potvrdio kreditni rejting Hrvatske na investicijskoj razini

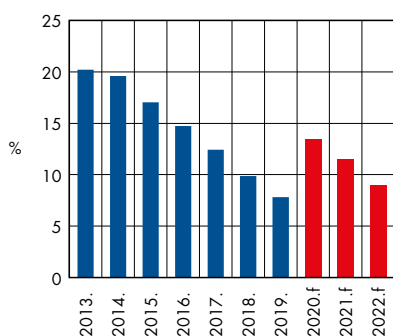
- Inflacija potisnuta, registrirana stopa nezaposlenosti u kolovozu 9%
- EUR/HRK iznad 7,54 kuna za euro

Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prosječna godišnja stopa nezaposlenosti



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

U petak poslijepodne, **agencija S&P potvrdila je kreditni rejting Hrvatske na investicijskoj razini BBB- uz zadržavanje stabilnih izgleda**. Iz S&P-a predviđaju kontrakciju gospodarstva od 8% u ovoj godini te oporavak i povratak na razine prije pandemije do 2022. godine (realni godišnji BDP – +5,6% u 2021. i 3,5% u 2020.). Unatoč očekivano visokom manjku proračuna i snažnom rastu javnog duga očekuju kako će povoljna vanjska pozicija i visoka razina deviznih rezervi (od gotovo 40% BDP-a krajem srpnja) ublažit značajan pad primitaka povezanih s turizmom, dok će priljevi iz EU fondova podržati oporavak Hrvatske u sljedeće dvije do tri godine.

U prošlom su tjednu objavljeni podaci o kretanju potrošačkih cijena te pokazatelj s tržišta rada. U skladu s očekivanjima, **potrošačke cijene ostale su u kolovozu gotovo nepromijenjene** (–0,1% mom i –0,1%yoy). Kumulativno, od siječnja do kolovoza cijene su bile više za 0,3% u odnosu na isto razdoblje 2019. Stagnaciju potrošačkih cijena očekujemo i na razini cijele 2020. godine dok će se potrošačke cijene bez cijena poljoprivrednih proizvoda, energije i administrativnih cijena i dalje kretati oko 1,5%. Uz minimalan pad broja nezaposlenih osoba registriranih pri HZZ-u (za 65 osoba na 151.368 nezaposlenih), **administrativna stopa nezaposlenih zadržala se u kolovozu na srpanjskih 9%**. Pri tome je rast nezaposlenosti na godišnjoj razini prisutan od travnja ove godine, a izravna je posljedica nepovoljnih gospodarskih kretanja zbog pandemije Covid-19. Istovremeno, prema podacima HZMO-a, u kolovozu je, nakon tri mjeseca rasta, zabilježen blagi pad broja osiguranika na mjesečnoj razini dok je na godišnjoj razini nastavljen negativan trend kretanja koji traje od travnja ove godine. Broj osiguranika na kraju kolovoza spustio se na 1.553.879 osoba (451 osoba ili 0,1% manje nego u srpnju). Broj osiguranih osoba pri HZMO po prvi put od 2014. godine ima tendenciju godišnjeg pada, s očekivano najvećim negativnim doprinosom u djelatnostima pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane. Iako je sezonski rast zaposlenih tijekom središnje turističke sezone značajno izostao, jače priljeve u evidenciju nezaposlenih osoba sprječavaju Vladine izdašne mjere potpora za očuvanje radnih mjesta u djelatnostima pogođenim COVID-19. Prava slika na tržištu rada doći će s istekom Vladinih mjera koje su trenutno produžene do kraja godine. Dodatan nepovoljan utjecaj na kretanja na tržištu rada doći će i s povratkom sezonskih radnika u evidenciju nezaposlenih kada je moguće očekivati snažniji rast nezaposlenosti i pad zaposlenosti. Zrcalit će to sliku snažnog pada gospodarske aktivnosti, posebno u SME segmentu koji je trenutno najveći korisnik Vladinih potpora za zapošljavanje.

Na domaćem deviznom tržištu, povećana potražnja za devizama sa strane korporativnog sektora dovela je do blagog rasta tečaja EUR/HRK koji je preskočio razinu 7,54 kuna za euro. Prema kraju godine prosječni tečaj EUR/HRK trebao imati tendenciju rasta. Dominantni dio trgovanja vjerojatno će se odvijati oko središnjeg pariteta utvrđenom ulaskom u ERM II (7,53 kuna za euro) pri čemu gornji donji raspon trgovanja vidimo na 7,57 kuna za euro.

Elizabeta Sabolek Resanović, Zrinka Živković Matijević

Inflacija – polazište Fed-ove politike kamatnih stopa

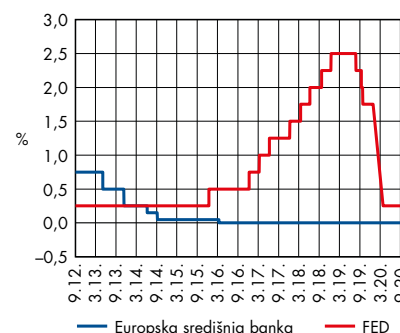
- Nastavak politike otkupa vrijednosnica i niskih kamatnih stopa
- U očekivanju dugog razdoblja prilagodljive monetarne politike Fed-a

Većina članova FOMC-a na prošlotjednom zasjedanju nije vidjela razlog za podizanje referentnih kamatnih stopa s trenutnih razina tijekom sljedećih godina. Revidirane makroekonomske projekcije ukazuju na nepromijenjen raspon referentnih kamatnih stopa, između 0,0% i 0,25% do kraja projekcijskog razdoblja, odnosno do 2023. godine. Međutim, smjernice buduće monetarne politike (eng. *forward guidance*) prilagođene su najavama sa simpozija u Jackson Hole-u. **Trenutna razina referentnih kamatnih stopa bit će u primjeni sve dok uvjeti na tržištu rada ne dosegnu razinu pune zaposlenosti i stopa inflacije ne poraste na 2% odnosno umjereno prelazi 2%.** Za razliku od promjena budućih smjernica vezanih uz referentni kamatnjak, buduće smjernice kvantitativnog popuštanja (eng. *quantitative easing*) ostale su nepromijenjene. Trenutna razina neto kupnje imovine (Treasury u vrijednosti od 80 mlrd. dolara) i dalje će se provoditi na mjesečnoj razini u svrhu osiguranja nesmetanog funkcioniranja tržišta te prilagođavanja akomodativnim financijskim uvjetima. Obzirom na procjenu trenutne situacije te srednjoročnih makroekonomskih kretanja, posljednje revidirane gospodarske projekcije ukazuju na iznadočekivano stanje trenutnih tržišnih ciklusa. **Godišnji rast realnog BDP-a revidiran je na -3,7% za posljednje ovogodišnje tromjesečje.** Očekivanja Fed-a po pitanju dinamike kretanja inflacije i dalje su optimistična iako se ciljana razina od 2% ne očekuje prije 2023. godine.

U svjetlu zasjedanja Fed-a prinosi na američke državne obveznice zabilježili su porast, posebice kod obveznica duljeg dospeljeća što je posljedično dovelo do strmije krivulje prinosa, dok je američki dolar blago aprecirao u odnosu na euro. Međutim, reakcije financijskih tržišta bile su prilično prigušene, tako da su se prinosi obveznica kao i američki dolar i dalje kretali u istom rasponu u odnosu na posljednjih nekoliko tjedana. Prigušena tržišna reakcija potvrđuje da su mjere koje je poduzeo Fed uglavnom bile očekivane. Zasjedanje Fed-a rezultiralo je očekivanom provedbom najava sa simpozija u Jackson Hole-u te revidiranim ekonomskim projekcijama koje su za 2020. pozitivno revidirane dok izgledi srednjoročnih makroekonomskih kretanja i dalje odražavaju prigušeni sentiment. Kao što je glavni čelnik Fed-a J. Powell izjavio na tiskovnoj konferenciji, provedene promjene ne bi trebale biti iznenađenje. S jasnim izborom budućih smjernica usmjerenih na ishod, bilo je jasno da alternative o kojima je FOMC raspravljao proteklih mjeseci (vremenski ograničene buduće smjernice te kontrola prinosa), u trenutnim uvjetima nisu najprikladniji monetarni alati. Prema riječima Powella, odabrane buduće smjernice koje se sastoje od tri uvjeta (puna zaposlenost, doseganje inflacije od 2% te zadržavanje umjerenog prekomjernog rasta inflacije), nedvojbeno pružaju veću jasnoću. Međutim, Powell nije podijelio opsežniji komentar vezan uz FOMC-ovo umjereno prekoračenje inflacije i vremensko razdoblje u kojem bi se ona trebala produljiti. Činjenica je da zbog ograničenog iskustva s ciljanjem prosječne inflacije, FOMC ima svojevrsnu fleksibilnost po ovom pitanju. Bez obzira na specifičnosti, odabrane smjernice impliciraju na dugo razdoblje prilagodljive monetarne politike.

Marko Barbić

Referentne kamatne stope



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

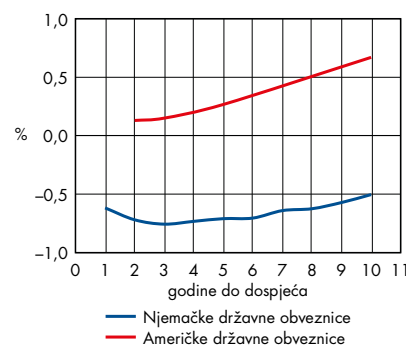
FOMC – Ekonomske projekcije (rujan 2020.)

	2020.	2021.	2022.	2023.	dugo-ročno
BDP	-3,7	4,0	3,0	2,5	1,9
prethodno	-6,5	5,0	3,5	n.a.	1,8
Stopa nezaposlenosti	7,6	5,5	4,6	4,0	4,1
prethodno	9,3	6,5	5,5	n.a.	4,1
Inflacija	1,2	1,7	1,8	2,0	2,0
prethodno	0,8	1,6	1,7	n.a.	2,0
Temeljna inflacija	1,5	1,7	1,8	2,0	n.a.
prethodno	1,0	1,5	1,7	n.a.	n.a.
Referentni kamatnjak	0,1	0,1	0,1	0,1	2,5
prethodno	0,1	0,1	0,1	n.a.	2,5

Napomena: Projekcije predstavljaju medijan članova FOMC-a. Rast BDP-a i stope inflacije odnose se na 2020. Q4 yoy. Stopa nezaposlenosti odnosi se na prosjek 2020. 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

Krivulje prinosa



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Državne obveznice na domaćem tržištu

Valutna klauzula	Kupon	Datum dospijeća	Cijena*		Prinos		Promjena**		Spread BUND	Spread EUROSAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
RHMF-O-222EO	0,500	7.2.2022.	100,58	101,08	0,08	-0,28	0,19	-0,14	73	55
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	111,98	112,48	0,00	-0,25	0,04	-0,09	67	44
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	120,68	121,33	0,29	0,13	0,19	-0,07	100	72
RHMF-O-275E	0,750	5.5.2027.	100,33	101,18	0,70	0,57	0,39	-0,06	136	106
RHMF-O-327A	3,250	10.7.2032.	123,23	124,23	1,14	1,06	0,19	-0,02	67	44
RHMF-O-34BA1	1,000	27.11.2034.	97,13	98,23	1,25	1,16	0,19	-0,02	44	35
RHMF-O-403E6	1,250	3.3.2040.	96,73	98,23	1,44	1,35	0,19	-0,01	171	140
Kunska obveznica										
RHMF-O-217A	2,750	8.7.2021.	102,40	102,75	-0,23	-0,65	0,00	-0,08	-	-
RHMF-O-222A	2,250	7.2.2022.	103,00	103,45	0,08	-0,23	0,00	-0,03	-	-
RHMF-O-023A	1,750	27.11.2023.	104,55	105,10	0,32	0,15	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-024BA2	0,250	27.11.2024.	99,30	99,90	0,42	0,27	0,00	0,00	-	-
RHMF-O-0253A3	0,250	3.3.2025.	96,73	98,23	1,12	0,77	0,19	-0,04	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	119,40	120,05	0,42	0,30	0,00	-0,02	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	122,10	122,90	0,63	0,51	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-282A	2,875	7.2.2028.	115,00	115,85	0,78	0,67	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-297A	2,375	9.7.2029.	112,65	113,55	0,88	0,78	0,00	0,00	-	-

* Raiffeisen istraživanja; ** u odnosu na kraj prethodnog tjedna

Hrvatske euroobveznice

	Kupon	Datum dospijeća	Cijena*		Prinos		Promjena*		Spread BUND	Spread EUROSAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
CROATIA 2022	3,785	30.5.2022.	106,40	106,80	0,10	-0,13	-0,10	0,01	77	55
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	111,60	112,10	0,38	0,28	0,00	-0,01	109	80
CROATIA 2027	3,000	20.3.2027.	114,90	115,40	0,65	0,58	0,00	-0,01	131	101
CROATIA 2028	2,700	15.6.2028.	114,80	115,40	0,73	0,65	0,00	-0,01	126	96
CROATIA 2029	1,125	19.6.2029.	102,30	103,00	0,85	0,77	0,30	-0,04	142	112
CROATIA 2030	2,750	21.1.2030.	116,80	117,40	0,87	0,81	0,40	-0,04	140	111
CROATIA 2020	6,375	24.3.2021.	103,00	103,75	0,49	-0,86	0,00	-0,23	33	18
CROATIA 2021	5,500	4.4.2023.	110,90	111,45	1,14	0,93	-0,20	0,04	98	90
CROATIA 2023	6,000	26.1.2024.	116,10	116,60	1,10	0,96	0,00	-0,03	91	84
CROATIA 2024	6,000	26.1.2024.	114,70	115,20	1,71	1,57	0,40	-0,13	150	146

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Njemačke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
1	0,000	25.8.2021.	100,58	-0,62	-0,02	0,01
2	0,000	16.9.2022.	101,44	-0,72	0,01	-0,01
3	0,000	13.10.2023.	102,35	-0,76	0,02	-0,01
4	0,000	18.10.2024.	103,04	-0,73	0,04	-0,01
5	0,000	10.10.2025.	103,66	-0,71	0,06	-0,02
6	0,000	15.8.2026.	104,25	-0,70	0,07	-0,01
7	0,000	15.11.2027.	104,70	-0,64	0,15	-0,02
8	0,250	15.8.2028.	107,10	-0,62	0,13	-0,02
9	0,000	15.8.2029.	105,226	-0,571	0,17	-0,02
10	0,000	15.8.2030.	105,121	-0,503	0,21	-0,02
20	4,750	4.7.2040.	202,250	-0,273	0,74	-0,03
30	0,000	15.8.2050.	101,955	-0,07	0,69	-0,02

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Američke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
2	0,125	31.8.2022.	99,99	0,13	-0,01	0,00
3	0,125	15.9.2023.	99,92	0,15	n/a	n/a
5	0,250	31.8.2025.	99,91	0,27	-0,08	0,02
10	0,625	15.8.2030.	99,56	0,67	-0,05	0,01
30	1,375	15.8.2050.	98,98	1,42	-0,13	0,01

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Fokus tržišta usmjeren na zasjedanje Fed-a

- Pozornost ulagača i nadalje zaokuplja tehnološki sektor
- Zasjedanje Fed-a proteklo bez većih iznenađenja
- Vrlo niska likvidnost na Zagrebačkoj burzi

U proteklom tjednu nastavljena je mješovita izvedba vodećih dioničkih indeksa s obje strane Atlantika, podržana zadržavanjem volatilnosti u trgovanju dionicama kompanija iz američkog tehnološkog sektora. Dok dio investitora i nadalje ostaje skeptičan u svezi opravdanosti recentnih, visokih valuacija tehnološkog sektora, drugi dio ulagača ostaje optimističan u svezi dugoročnih izgleda navedenog sektora. Potonje potvrđuje uspješan izlazak na burzu (IPO) i početak trgovanja dionicama tehnološke kompanije **Snowflake**. Izostanak snažnijeg apetita investitora za ulaganjima u rizičnije klase imovine u tjednu iza nas potencijalno je i odraz razočarenja dijela ulagača odlukama **Fed-a** obzirom da su, uslijed neizvjesne dinamike oporavka američkog gospodarstva, očekivali snažniju reakciju Fed-a u pogledu primjene instrumenata akomodativne monetarne politike. Pozitivan sentiment ulagača dodatno je ostao potisnut neizvjesnošću u pogledu pravovremene dostupnosti cjepiva protiv Covid-19 te daljnjim odgađanjem dogovora o novom fiskalnom stimulansu u SAD-u. Stoga i u ovom tjednu očekujemo zadržavanje volatilnosti na globalnim dioničkim tržištima uz daljnji fokus investitora na tehnološkom sektoru.

Na domaćem tržištu CROBEX je bilježio minimalne dnevne pomake te je na tjednoj razini gotovo stagnirao (+0,12%) uz vrlo niske volumene trgovanja, ispod 4 mil. kuna dnevno u prosjeku. Najviše se trgovalo dionicama **Valamar Riviere** i **AD Plastika**. Među sastavnicama CROBEX-a najbolju izvedbu je ponovno imala dionica **Đuro Đaković Grupe**, dok je najviše na vrijednosti izgubio **Viro**. Od korporativnih vijesti izdvajamo obvezujuću ponudu **Imperiala Rab** za preuzimanje 63,05%-tnog udjela u kapitalu kompanije **HTP Orebić**, što potvrđuje da se trend konsolidacije hrvatskog hotelskog sektora nastavlja. Iako se radi o relativno maloj kompaniji u odnosu na Imperial Rab, preuzimanje nudi potencijal za širenje poslovanja na novu destinaciju. Trgovanja dionicom Imperiala nije bilo, ali je dionica Valamar Riviere (u čiju konsolidaciju ulazi Imperial Rab) na dan objave ostvarila solidan rast od 1,65%.

Silvija Kranjec i Ana Turudić

Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	Početak god. %	Vrijednost*
18.9.2020.			
MOEX (RU)	1,33	-3,17	2.949
SASX10 (BH)	0,29	-0,34	806
CROBEX (HR)	0,12	-20,09	1.612
BELEX15 (RS)	-0,33	-14,13	688
SBITOP (SI)	-0,85	-9,28	840
ATX (AT)	-1,30	-30,85	2.204
SOFIX (BG)	-1,62	-25,20	425
BETI (RO)	-2,00	-8,63	9.116
NTX (SEE,CE,EE)	-2,36	-27,90	875
WIG30 (PL)	-2,36	-19,65	1.986
PX (CZ)	-2,69	-21,69	874
BUX (HU)	-3,59	-27,12	33.586

* Zabilježeno u 17:00

Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

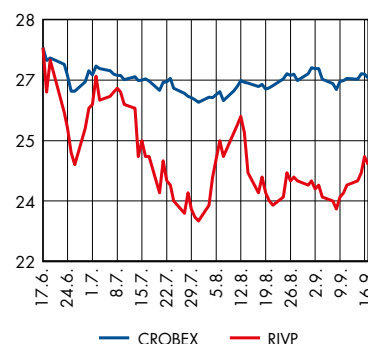
Rast/pad – CROBEX indeks

Dionica	1 tj. %	Cijena*
18.9.2020.		
Đuro Đaković Grupa	7,40	5
Saponia	3,57	290
Hrvatska poštanska b.	3,17	456
Auto Hrvatska	2,67	770
Atlantska plovodba	2,59	198
Valamar Riviera	1,67	24
Privredna b. Zagreb	1,33	760
Ericsson NT	0,78	1.300
Adris grupa (P)	0,27	373
Podravka	0,00	425
Maistra	0,00	240

* Zabilježeno u 17:00

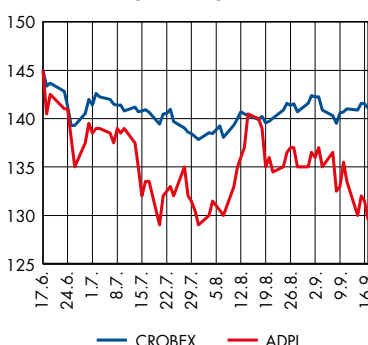
Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Valamar Riviera (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

AD Plastik Grupa (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Raiffeisen istraživanja

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

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

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

Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Magazinska cesta 69, 10000 Zagreb

www.rba.hr

tel.: 01/45 66 466

telefaks: 01/48 11 626

Kratice

AZTN – Agencija za zaštitu tržišnog
natjecanja
bb – bazni bodovi
BDP – bruto domaći proizvod
CES – Croatian Employment Service
CERP – Centar za restrukturiranje i prodaju
DZS – Državni zavod za statistiku
ECB – European Central Bank (Europska
središnja banka)
EDP – procedura prekomjernog deficita
EFSF – Europski fond za financijsku
stabilnost
ESB – European Central Bank (Europska
središnja banka)
EK – Europska komisija

EUR – euro
F – konačni podaci
FED – Federal Reserve System (Američka
središnja banka)
HANFA – Hrvatska agencija za nadzor finan-
cijskih usluga
HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj
HICP – harmonizirani indeks potrošačkih
cijena
HNB – Hrvatska narodna banka
HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje
I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto
tromjesečje
kn, HRK – kuna
kr – kraj razdoblja

MF – Ministarstvo financija
MMF – Međunarodni monetarni fond
pp – postotni poeni
Q – tromjesečje
QoQ – tromjesečna promjena
pr – prosjek
RBA – Raiffeisenbank Austria d.d.
SE – središnja Europa
SNA – Sustav nacionalnih računa
TZ – trezorski zapis
UN – Ujedinjeni narodi
USD – dolar
WEF – World Economic Forum (Svjetski
gospodarski forum)

Publikacija je dovršena 18. rujna 2020.

Publikacija odobrena od strane urednika: 21. rujna 2020. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 21. rujna 2020. godine u 8:15 sati

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.

Ekonomska istraživanja i Financijsko savjetovanje su organizacijske jedinice RBA.

Nadzorno tijelo: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Miramarska 24b, 10000 Zagreb i Hrvatska narodna banka, Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb.

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

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

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

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

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

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

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

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

RBA objavljuje analize i vrednovanja financijskih instrumenata samostalno i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane RBI 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 diskontiranja 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 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 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.