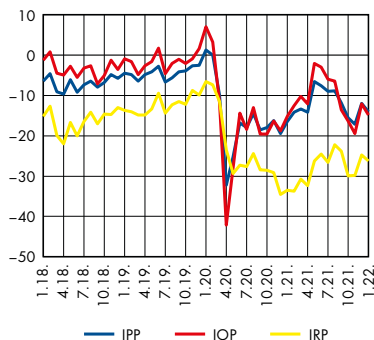




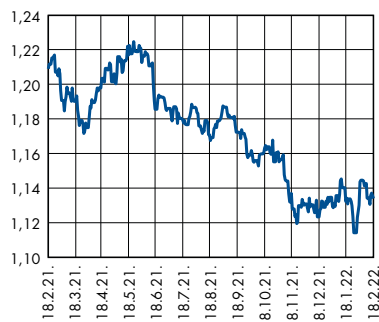
Indeksi pouzdanja, očekivanja i raspoloženja potrošača



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

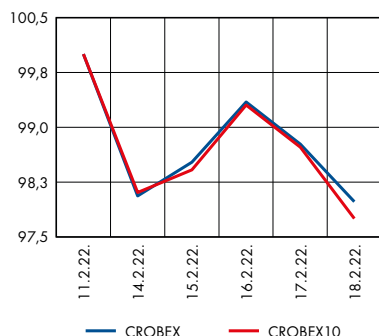
- Tjedan pred nama potvrdit će jačanje inflatornih pritisaka u siječnju, ali i nasta-vak gospodarskog oporavka u posljednjem tromesečju 2021. (str. 2)
- Vladin je predstavila sveobuhvatni paket mjera za ublažavanje rasta cijena vrijedan 4,6 mlrd. kuna. (str. 3)
- Uobičajena sezonska kretanja na tržištu rada u siječnju uz pad broja osigura-nika i rast stope nezaposlenosti na 7,8%. (str. 3)
- ESB mijenja smjer monetarne politike, prvo podizanje kamatnih stopa očeku-jemo u rujnu 2022. (str. 4)
- Rastući geopolitički rizik podržao volatilnost tržišta. (str. 5)

EUR/USD



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dionički indeksi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Objave ekonomskih pokazatelja

	Pokazatelj	Vrijeme objave	Prognoza (RBI/RBA)	Konsenzus	Posljednja vrijednost
Hrvatska					
24.2.	Proizvođačke cijene, god. promjena (sij.)	11:00		–	15,8%
24.2.	Potrošačke cijene, god. promjena (sij.)	11:00	5,7%	–	5,5%
25.2.	BDP, godišnja promjena (4. tromj.)	11:00	8,9%	–	15,8%
Europodručje					
21.2.	Njemačka: Proizvođačke cijene, god. promj. (sij.)	8:00		24,0%	24,2%
21.2.	Njemačka: PMI prerađivačkih aktivnosti (velj.)**	9:30		59,4	59,8
21.2.	Njemačka: PMI uslužnih aktivnosti (velj.)**	9:30		54,0	52,2
21.2.	europodručje: PMI prerađivačkih aktivnosti (velj.)**	10:00		58,6	58,7
21.2.	europodručje: PMI uslužnih aktivnosti (velj.)**	10:00		52,3	51,1
22.2.	Njemačka: IFO poslovno okruženje (velj.)	10:00		96,5	95,7
22.2.	Njemačka: IFO trenutna procjena (velj.)	10:00		96,5	96,1
22.2.	Njemačka: IFO očekivanja (velj.)	10:00		96,5	95,2
23.2.	Njemačka: GfK povjerenje potrošača (ožuj.)	8:00		–6,2	–6,7
23.2.	europodručje: Potrošačke cijene, god. promj. (sij.)*	11:00		5,1%	5,0%
23.2.	europodručje: Potroš. cij., temelj., god. promj. (sij.)*	11:00		2,3%	2,3%
25.2.	Njemačka: BDP, godišnja promjena (4. tromj.)*	8:00		1,4%	1,4%
25.2.	europodručje: Ekonomsko povjerenje (velj.)	11:00		113,0	112,7
SAD					
22.2.	PMI prerađivačkih aktivnosti (velj.)**	15:45		56,0	55,5
22.2.	PMI uslužnih aktivnosti (velj.)**	15:45		53,0	51,2
22.2.	Richmond Fed prerađivačkih aktivnosti (velj.)	16:00		9	8
24.2.	Zahtjevi za naknade za novonezap. (19. velj.)	14:30		–	248 tis.
24.2.	Zahtjevi za naknade za nezaposlene (12. velj.)	14:30		–	1.593 tis.
24.2.	BDP, analiz., QoQ (4. tromj.)	14:30		7,0%	6,9%
25.2.	U. of Mich. Sentiment (velj.)*	16:00		61,7	61,7
Događanja					

* konačni podaci; ** preliminarni podaci

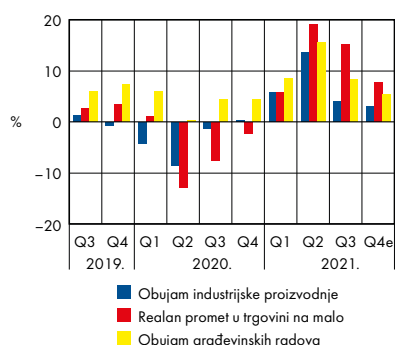
Izvori: www.raiffeisenresearch.com, Bloomberg, DZS, HNB, Min. financija, Zavod za zapošljavanje



Objava BDP-a u fokusu

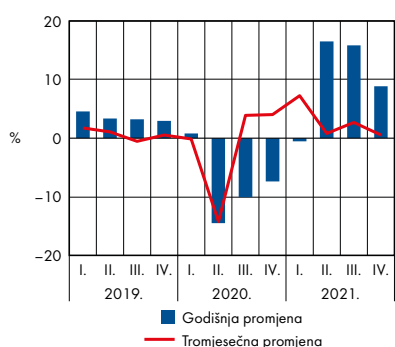
- Vladin paket mjera za ublažavanje rasta cijena
- Objava BDP-a za 2021. i inflacije za siječanj

Visokofrekventni pokazatelji, godišnje promjene



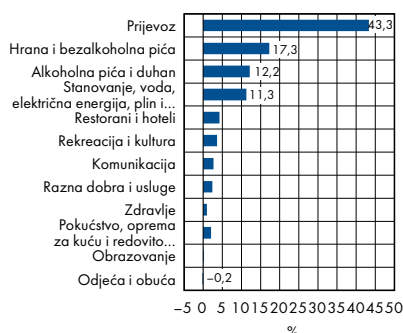
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

BDP, realna promjena



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Doprinosi sastavnica ukupnoj inflaciji u 2021.



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Tjedan bogat ekonomskim objavama je pred nama. Nakon podataka o **inflaciji** u siječnju koja je na rasporedu u četvrtak, sam kraj tjedna rezerviran je za pokazatelje o kretanju bruto domaćeg proizvoda u posljednjem tromjesečju 2021. Visokofrekventni pokazatelji potvrđuju nastavak rasta, ali uz primjetno usporavanje gospodarske aktivnosti. Uz uobičajene sezonske obrasce na tržištu rada na godišnjoj razini nastavljen je rast zaposlenosti, pad nezaposlenosti i rast plaća. Stoga, uz takva kretanja i učinak baznog razdoblja ne iznenađuje godišnji rast prometa od trgovine na malo, čak i unatoč pogoršanju raspoloženja i očekivanja potrošača. Ona su prvenstveno pod nepovoljnim utjecajem percepcije inflacije i očekivanja da će se snažniji inflatorni pritisci nastaviti narednih mjeseci. Poslovni optimizam zadržao se i tijekom posljednjeg tromjesečja iznad dugoročnog prosjeka, a u nekim djelatnostima poput građevinarstva i iznad razina iz prethodnog tromjesečja. S druge strane pogoršanje epidemiološke situacije vjerojatno je nepovoljno utjecalo na optimizam kod usluga, a poremećaji u globalnim lancima opskrbe te veće cijene inputa na optimizam u industriji. Ipak, uz umjerene stope rasta obujam industrijske proizvodnje nastavio je rasti i na tromjesečnoj i na godišnjoj razini. Za sada dostupni podaci o vanjskotrgovinskoj razmjeni potvrđuju dinamiziranje aktivnosti i dvoznamenkaste stope rasta i kod izvoza i uvoza, ali budući da se radi o nominalnim iznosima treba biti svjestan utjecaja rastućih cijena osobito u segmentu mineralnih goriva i maziva. Zaključno, očekujemo da će i posljednje tromjesečje donijeti solidnu stopu rasta gospodarske aktivnosti i približiti se ostvarenju iz prva tri tromjesečja kada je gospodarstvo raslo po stopi od 10,6%. S tako projiciranim ostvarenjem prognozirana **stopa rasta od 9,2% u 2021. izložena je zasigurno pozitivnim rizicima**. U svakom slučaju realna gospodarska aktivnost u 2021. godini uspjela je nadmašiti razinu iz 2019. i tako zatvoriti negativan jaz domaćeg proizvoda. Očekujemo da će izvoz roba i usluga biti predvodnik rasta, ali pozitivan doprinos doći će od svih sastavnica domaće potražnje osobito osobne potrošnje i investicija. Iako se očekuje i rast uvoza roba i usluga, doprinos neto inozemne potražnje biti će pozitivan zbog viših stopa izvoza roba i usluga.

U ovoj godini očekujemo nastavak solidnih stopa rasta gospodarstva iako primjetno nižih zbog učinka baznog razdoblja. Predvodnik rasta trebale bi postati investicije podržane prije svega izdašnim sredstvima u okviru Nacionalnog programa oporavka i otpornosti čija se prva isplata očekuje tijekom prvog tromjesečja. Određeni rizik i dalje predstavljaju poremećaji u dobavnim lancima i rastući troškovi koji stvaraju povećanu neizvjesnost i time predstavljaju rizik projekcije investicijske aktivnosti osobito privatnog sektora. Osobna potrošnja podršku će pronalaziti u nastavku rasta plaća, umjerenom rastu zaposlenosti i očekivanjima da će i ovogodišnja turistička sezona biti uspješna osobito ako se realiziraju naše projekcije o polaganom smirivanju pandemije. Očekujemo nastavak solidnih, pa čak i dvoznamenkastih, stopa rasta i izvoza i uvoza roba i usluga budući da će prema trenutnim projekcijama najvažniji trgovinski partneri Hrvatske također bilježiti solidne stope rasta, a i do druge polovica 2022. godine ipak trebali bi se normalizirati globalni lanci opskrbe. Rizici za ostvarenje rasta od 4,4% u 2022. su uravnoteženi.

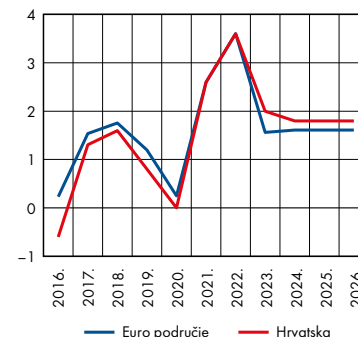
Objava **indeksa potrošačkih cijena** za siječanj također će zaokupiti pažnju tržišnih sudionika budući da su inflatorni pritisci nastavili jačati, prvenstveno potaknuti rastom cijena energije i hrane. Očekujemo da će godišnja stopa rasta dosegnuti 5,7%, što je razina posljednji put viđena 2008. godine. Inflatorni bi pritisci u prvom tromjesečju trebali dosegnuti svoj vrhunac. Opisana kretanja i dalje ne odražavaju uobičajeni obrazac inflatornih kretanja prije COVID-a i uglavnom su generirana inflacijom na strani ponude pri čemu monetarna politika ima ograničene instrumente za reagiranje protiv inflacije troškova. Stoga ne iznenađuje ponovno administrativno ograničenje cijena goriva (početkom veljače) kao i novi **sveobuhvatni Vladin paket mjera** koji je predstavljen prošli tjedan. Paket, vrijedan 4,8 milijardi kuna, osmišljen je kako bi nadoknadio utjecaj rasta cijena energije na kućanstva, kompanije i socijalno ugrožene skupine te bi trebao ublažiti rast cijena i udar na raspoloživi dohodak. Mjere uključuju ograničavanje rasta cijena električne energije na 9,6% te plina na najviše do 20%. Uz to predviđeno je sniženje stope PDV-a na plin i neke poljoprivredne proizvode, subvencije na cijenu plina za kućanstva, promjene u sustavu naknada socijalno ugroženima, jednokratne naknade za umirovljenike itd. Iako implementacija mjera od 1. travnja utječe na rast rashoda od 2,25 mlrd kuna (1,4%) Ministarstvo financija nije najavilo rebalans ovogodišnjeg proračuna.

Na **tržištu rada**, uz mjesečni pad broja osiguranika HZMO-a i porast broja nezaposlenih pri Hrvatskom zavodu za zapošljavanje registrirana stopa nezaposlenih porasla je u siječnju na 7,8%.

Financijska tržišta ostala su i prošli tjedan mirna uz uobičajeno visoku stabilnost EUR/HRK s trgovanjem između 7,52 i 7,53 kuna za euro. Slična kretanja očekujemo i u tjednu pred nama. Dnevni višak kunske likvidnosti premašuje 78 mlrd kuna pa ne iznenađuje zadržavanje jednogodišnjih kunskih prinosa na razini od 0,01%. Na prošlotjednoj aukciji trezorskih zapisa Ministarstva financija. Na njoj je izdano 1.331 milijuna kunskih trezorskih zapisa. S druge strane uz izdanih 6,5 mil. eura prinos na trezorske zapise izrađene u eurima porastao je na -0,1%. Za ovaj tjedan također je najavljena aukcija trezorskih zapisa budući da je na dospijecu 1 mlrd. kuna, a Ministarstvo financija namjerava izdati 700 mil. kunskih trezoraca ročnosti godinu dana.

Zrinka Živković Matijević

Očekivano kretanje inflacije potrošačkih cijena



Izvori: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Broj nezaposlenih i registrirana stopa nezaposlenost



Izvori: HZZ, DZS, Raiffeisen istraživanja

ESB je spremna za podizanje kamatnih stopa

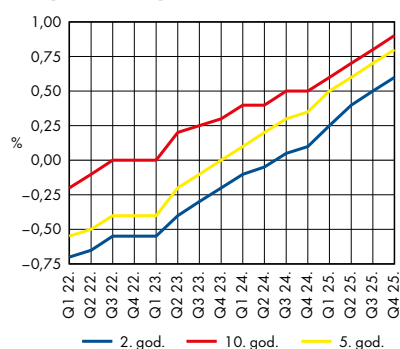
- Program neto kupnje obveznica vjerojatno završava tijekom ljeta
- Prvo povećanje kamatnih stopa u rujnu

Euro područje: Prognoze kamatnih stopa

	ožu.22	pro.22	ožu.23	pro.23	pro.24
ESB ref. stopa	0,00	0,50	0,50	1,00	1,50
Depozitna stopa	-0,50	0,00	0,00	0,50	1,00
Euribor 1 mj.	-0,50	0,00	0,00	0,50	1,00
Euribor 3mj.	-0,40	0,05	0,10	0,60	1,05
Euribor 6mj.	-0,30	0,15	0,25	0,70	1,15
Euribor 12mj.	-0,05	0,30	0,50	0,90	1,25

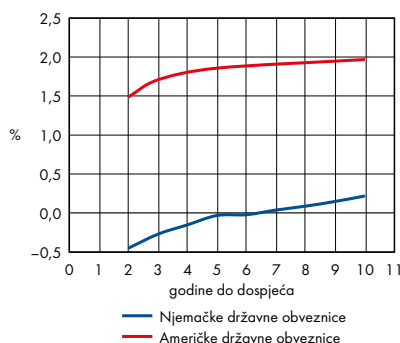
Izvor: RBI/Raiffeisen istraživanja

Njemačka: referentni prinosi, kraj razdoblja



Izvor: RBI/Raiffeisen istraživanja

Referentni prinosi



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Visoke stope inflacije, koje su posljednjih mjeseci snažnije od očekivanja Europske središnje banke čine se jasnim pokazateljem kako će se ekspanzivna monetarna politika ESB-a smanjivati bržom dinamikom. Program kupnje imovine (APP) vjerojatno neće biti povećan u II. i III. tromjesečju nakon završetka Pandemijskog programa (PEPP) u ožujku već će se kupovina u okviru APP-a vjerojatno završiti tijekom ljeta. To otvara put za povećanje kamatnih stopa. Prema aktualnoj retorici, povećanja kamatnih stopa uslijedit će se ubrzo nakon završetka APP-a. U našoj prognozi pretpostavljamo povećanje referentne stope u rujnu i prosincu od po 25bb. Alternativno, središnji bankari bi mogli odstupiti od uobičajenog tromjesečnog ritma i podići raspon referentnih kamatnih stopa za 10bb na svakom sastanku od druge polovice 2022. nadalje, podižući tako kamatne stope na tržištu novca u pozitivno područje do početka 2023. Općenito, smatramo da je namjera ESB-a smanjiti poticaje monetarne politike s jedne strane, ali ne okrenuti se restriktivnoj monetarnoj politici s druge strane. Prije svega, ne vidimo mjere koje povećavaju dostupnost financiranja ili transmisiju monetarne politike kao fokus uslijed nadolazećeg povlačenja kriznih mjera. Drugim riječima, dodatni pritisak na uvjete kreditiranja za gospodarstvo trebalo bi postupno ukinuti i financiranje bi općenito trebalo poskupjeti bez pooštavanja pristupa kreditima/likvidnosti. Stoga ne očekujemo ishitreni izlazak iz spleta mjera monetarne politike. Po našem mišljenju, reinvestiranje akumuliranih obveznica će se nastaviti još dugo. Prema ESB-u, to će biti slučaj za PEPP barem do kraja 2024. Što se tiče APP-a, središnja banka je manje eksplicitna i želi odgoditi dospijeće obveznica na dulje vrijeme nakon prvog povećanja kamatne stope. Pretpostavljamo da će se reinvestiranja portfelja APP-a zadržati dulje nego za PEPP.

Nastavno na navedeno, budući smjer kretanja monetarne politike ESB-a vidimo kao postupni izlazak iz krizne politike. Neto kupovina obveznica i politika negativnih kamatnih stopa posljedica su negativnih učinaka pandemije, a prije toga i popravljajući gospodarskih neravnoteža u euro području i preniske inflacije. Iako pandemija nije gotova, nepovoljni učinak na gospodarstvo očito jenjava. Čini se da su strukturne neravnoteže (deficiti tekućeg računa, cjenovna konkurentnost itd.), koje su u kombinaciji s balonom cijena na tržištu nekretnina, dovele do krize eura i čije je popuštanje 2010-ih predstavljalo deflacijski rizik, uvelike riješene. Uz promijenjene preduvjete, vidimo dobre izgleda za održivo postizanje ciljane inflacije, te bi tako normalizacija kamatnih stopa trebala biti moguća u narednim godinama. Međutim, monetarna politika doživjela je trajnu promjenu u posljednjem desetljeću, što je potkrijepljeno novom strategijom ESB-a. Normalizacija monetarne politike se dakle odvija u okviru trajne uporabe uvedenih instrumenata. To se odražava u našim očekivanjima o zadržavanju obveznica u bilanci i operacijama refinanciranja, što će zajedno također osigurati da se monetarna politika u doglednoj budućnosti ne vrati u režim strogih uvjeta likvidnosti. **U tom kontekstu, krivulja prinosa na tržištu novca ostat će usidrena između kamatne stope na depozite i glavne stope refinanciranja.**

Gottfried Steindl, Franz Zobl/RBI

Rastući geopolitički rizik podržao volatilnost tržišta

- Fokus investitora na tenzijama Rusija/Ukrajina
- Objave iz realnog sektora u drugom planu
- Sezona objava financijskih izvješća na Zagrebačkoj burzi

Solidan oporavak vrijednosti vodećih dioničkih indeksa s obje strane Atlantika, koji je započeo nakon što se nije realizirala najavljena invazija Rusije na Ukrajinu za 16. veljače te je objavljeno povlačenje prvih ruskih vojnih trupa natrag u stalne baze, nije se dugo zadržao na globalnim dioničkim tržištima. Odras je to ponovno rastućeg geopolitičkog rizika na krilima eskalacije situacije u istočnoj Ukrajini i međusobnog optuživanja suprotstavljenih strana za uporabu vojne sile. Stoga je u nastavku tjedna prevladalo oprezno trgovanje investitora, popraćeno višom potražnjom za ulaganjima u sigurnije klase imovine. Stoga su prošlotjedne objave iz realnog sektora te objave rezultata kompanija bile ipak u drugom planu prilikom donošenja investicijskih odluka. Istovremeno je jedan od dužnosnika Fed-a, J. Bullard, ponovno istaknuo svoje stajalište da bi referentni kamatnjak Fed-a trebao porasti za 100 baznih bodova do 1. srpnja, a u drugom tromjesečju bi se trebao pokrenuti ciklus sužavanja bilance, kao odgovor na najbržu stopu inflacije u posljednjih 40 godina. Kretanja na američkom tržištu rada i nadalje idu u prilog očekivanom početku ciklusa podizanja referentnog kamatnjaka Fed-a u ožujku. Tijekom ovog tjedna očekujemo zadržavanje volatilnosti na dioničkim tržištima.

Izvedba vodećih indeksa Zagrebačke burze bila je također pod utjecajem razvoja geopolitičkih tenzija na istoku Europe. Na tjednoj razini CROBEX je izgubio na vrijednosti 2,01% te je trgovanje u petak zatvoreno na 2.121 bodova. Najviše se trgovalo dionicom **Hrvatskog Telekoma** s ukupnim prometom od 18,2 mil. kuna. **Istarska kreditna banka Umag** je objavila prijedlog dividende u iznosu od 80 kuna po dionici. Dionica se bez prava na dividendu trguje od 4. travnja (ex-dividend). Dionica je na dan objave zaključila trgovanje na 1.980 kuna, što daje dividendni prinos od 4%. U tjednu pred nama na rasporedu je objava financijskih izvješća kompanija za posljednje tromjesečje 2021. te stoga očekujemo pojačanu aktivnost investitora, a svakako će se i nadalje pažljivo pratiti situacija u Ukrajini, što će biti i ključna odrednica sentimenta.

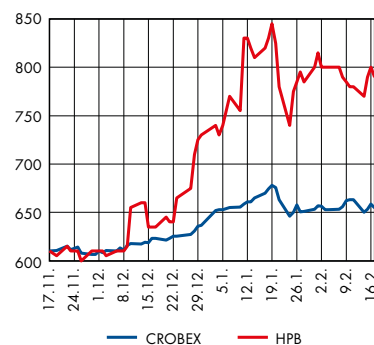
Silvija Kranjec i Ana Turudić

Hrvatski Telekom (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Hrvatska poštanska banka (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	Početak god. %	Vrijednost*
18.2.2022.			
BELEX15 (RS)	0,39	5,30	864
SOFIX (BG)	0,25	-1,82	624
SASX10 (BH)	-0,35	-2,30	969
SBITOP (SI)	-0,56	0,83	1.269
BETI (RO)	-1,35	1,01	13.193
CROBEX (HR)	-2,01	2,01	2.121
PX (CZ)	-2,29	0,61	1.435
WIG30 (PL)	-2,75	-5,56	2.611
BUX (HU)	-3,33	-0,62	50.407
NTX (SEE,CE,EE)	-4,03	-0,94	1.279
MOEX (RU)	-4,32	-10,40	3.393
ATX (AT)	-4,67	-0,82	3.829

* Zabilježeno u 17:00

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rast/pad – CROBEX indeksi

Dionica	1 tj. %	Cijena*
18.2.2022.		
OT – Optima T.	1,92	5
Dalekovod	1,53	40
Hrvatska pošt. banka	1,28	790
Zagrebačka banka	0,90	68
Petrokemija	0,69	29
Saponia	0,00	920
Kraš	0,00	760
Hrvatski Telekom	-0,53	187
Adris grupa (P)	-1,18	417
Institut IGH	-1,34	111
Arenaturist Hosp. Gr.	-1,35	292

* Zabilježeno u 17:00

Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Dionica	1 tj. %	Cijena*
18.2.2022.		
Brodogr. V. Lenac	-1,67	12
Valamar Riviera	-1,73	34
Končar Elektroind.	-2,11	930
AD Plastik	-2,45	159
Tankerska Next Gen.	-2,56	38
Atlantic Grupa	-3,35	1.730
Ericsson NT	-3,39	1.855
Podravka	-3,51	660
Ingra	-3,98	12
Atlantska plovodba	-6,19	409

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

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

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
financijskih 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

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. veljače 2022.

Publikacija odobrena od strane urednika: 21. veljače 2022. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 21. veljače 2022. 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 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. Ulagateljima se savjetuje da stupe u kontakt s ovlaštenim investicijskim savjetnikom za pojedinačna objašnjenja i savjete.

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

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

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

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

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

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

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

"Prodati"/(Sell): za dionice za koje očekujemo negativni povrat 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://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 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, te ostalih društava unutar grupe. Tako je npr. Investicijsko bankarstvo, koje obuhvaća aktivnosti korporativnog financiranja putem tržišta kapitala, odvojeno fizičkim i drugim barijerama od jedinica trgovanja te jedinica za istraživanje i analizu.

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

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

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

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

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

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

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

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