



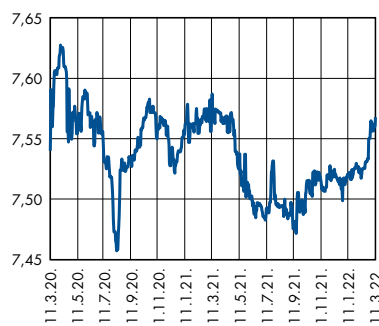
Kreditni rejting Republike Hrvatske

Agencija	Dugoročno zaduživanje		Zadnja ocjena	Sljedeća ocjena
	Strana valuta	Ocjena	Izgledi	
Fitch	BBB	Pozitivni	12.11.2021.	6.5.2022.
Moody's	Ba1	Stabilni	12.11.2021.	13.5.2022.
S&P	BBB-	Stabilni	17.9.2021.	18.3.2022.

Na dan 11.3.2022.

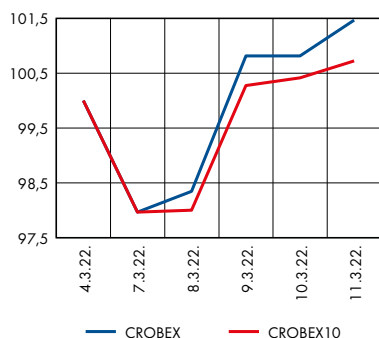
Izvori: HNB, Rejting agencije, Raiffeisen istraživanja

EUR/HRK



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dionički indeksi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

- Rastući strahovi i izražena neizvjesnost zasjenila je gospodarski zamah i relativno snažan široko rasprostranjen gospodarski oporavak od pandemije. (str. 2)
- Na rasporedu DZS-a u sijeđu je objava inflacije za veljaču. Očekujemo zadržavanje inflacije oko razina iz siječnja kada je godišnja stopa rasta dosegla 5,7%. (str. 2)
- Sastanak ESB-a nije donio promjene kod ključnih kamatnih stopa, ali je u uvjetima prijeteece stagflacije, retorika Upravnog vijeća ostavila veliku prilagodljivost monetarne politike. Ostajemo pri procjeni podizanja kamatnih stopa u drugoj polovici godine. (str. 3)

- Rast cijena na globalnim robnim tržištima i sastanak ESB-a u fokusu. (str. 5)

Objave ekonomskih pokazatelja

	Pokazatelj	Vrijeme objave	Prognoza (RBI/RBA)	Konsenzus	Posljednja vrijednost
Hrvatska					
16.3.	Potrošačke cijene, god. promj. (velj.)	11:00	5,6%	–	5,7%
17.3.	Turizam, dolasci, god. promj. (sij.)	11:00	7,8%	–	277,8%
18.3.	Registrirana stopa nezaposlenosti (velj.)	11:00	–	–	7,8%
Europodručje					
15.3.	Njemačka: ZEW Očekivanja (ožu.)	11:00	–	5,0	54,3
15.3.	Njemačka: ZEW Trenutna situacija (ožu.)	11:00	–	–30,0	–8,1
15.3.	europodručje: ZEW Očekivanja (ožu.)	11:00	–	–	48,6
15.3.	europodručje: Indust. proizvodnja, god. promj. (sij.)	11:00	–	–0,3%	1,6%
15.3.	Njemačka: Tekući račun platne bilance (sij.)	–	–	–	€23,9 mlrd.
17.3.	europodručje: Potrošačke cijene, god. promj. (velj.)*	11:00	–	5,8%	5,1%
17.3.	europodručje: Potroš. cij., temelj., god. promj. (velj.)*	11:00	–	2,7%	2,7%
18.3.	europodručje: Robna razmjena, saldo (sij.)	11:00	–	–	–€9,7 mlrd.
SAD					
15.3.	Proizvođačke cijene, god. promj. (velj.)	13:30	–	10,0%	9,7%
15.3.	Empire Manufacturing (ožu.)	13:30	–	7,2	3,1
16.3.	Trgovina na malo, mjesečna promj. (velj.)	13:30	–	0,4%	3,8%
17.3.	Građevinske dozvole, mjesečna promj. (velj.)	13:30	–	–1,6%	0,5%
17.3.	Započete gradnje stamb. obj., mj. promj. (velj.)	13:30	–	3,5%	–4,1%
17.3.	Zahtjevi za naknade za novonezap. (12. ožu.)	13:30	–	–	227 tis.
17.3.	Zahtjevi za naknade za nezaposlene (5. ožu.)	13:30	–	–	1.494 tis.
17.3.	Industrijska proizvodnja, mj. promj. (velj.)	14:15	–	0,5%	1,4%
18.3.	Prodaja postojećih stamb. obj., mj. promj. (velj.)	15:00	–	–4,6%	6,7%
Događanja					
16.3.	FED: Sastanak o kamatnoj stopi	19:00	–	–	–

* konačni podaci; ** preliminarni podaci

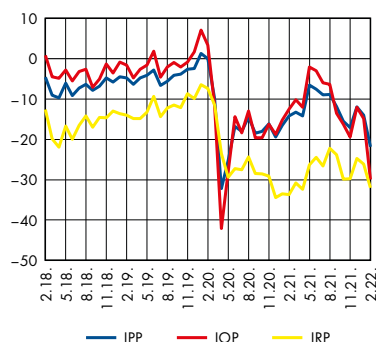
Izvori: www.raiffeisenresearch.com, Bloomberg, DZS, HNB, Min. financija, Zavod za zapošljavanje



Pogoršanje potrošačkog optimizma

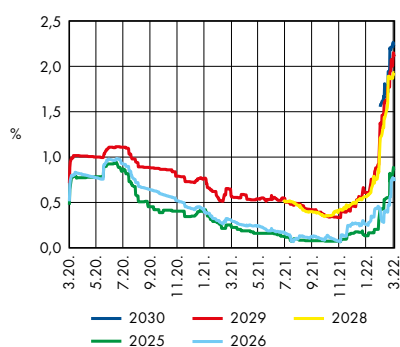
- Inflacija za veljaču u fokusu
- Neizvjesnost na financijskim tržištima

Indeksi pouzdanja, očekivanja i raspoloženja potrošača



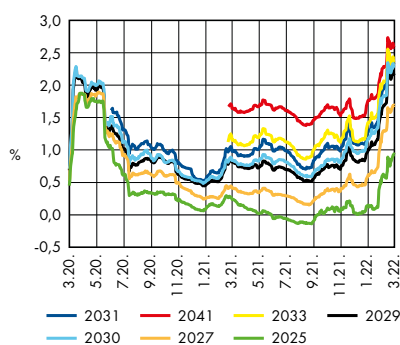
Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na HRK obveznice



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na hrvatske euroobveznice



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rat u Ukrajini i prošli je tjedan ostao središnja tema na lokalnom i globalnim tržištima. Rastući strahovi i izražena neizvjesnost zasjenila je gospodarski zamah i relativno snažan široko rasprostranjen gospodarski oporavak od pandemije. Na navedena kretanja upućuju pokazatelji potrošačkog optimizma koji su se u veljači vratili na razine iz prvog tromjesečja 2020., odnosno razine naj snažnijeg ekonomskog zaključavanja (tzv. *lockdown-a*) zbog pandemije. Uz usporavanje rasta u uvjetima izrazitih inflatornih pritisaka, u srednjoročnoj perspektivi, izgledi za oporavak i rast u velikoj mjeri ovise o učinkovitom korištenju sredstava iz fondova EU-a. Pri tome posebno mislimo na instrument Next Generation EU, ali i na sredstva iz višegodišnjeg financijskog okvira 2021 – 2027. Potrebu za poboljšanjem apsorpcije EU sredstava i kvalitete javnih ulaganja kako bi se povećao i potencijal za rast gospodarstva, kao i mogućnost da se ono izjednači s usporedivim zemljama EU-a, jasno je naglasio i MMF u svojoj nedavnoj (virtualnoj) posjeti Hrvatskoj.

U okruženju u kojem se trenutno nalazimo inflacija je (za sada) najveći izazov. Iako je Vlada poduzela određene mjere uslijed rasta cijena energenata, izravan utjecaj kroz prelijevanje cijena energije i hrane s globalnih tržišta je neizbježan. Stoga će 2022. donijeti jače inflatorne pritiske, izravno na cijene hrane i prelijevanjem učinaka s proizvođača na potrošače. Navedena će kretanja utjecati na raspoloživi dohodak. U takvom okruženju, ne isključujemo mogućnost dodatnog kruga fiskalnih poticaja. U tom kontekstu, i predstavnik Europske komisije za energiju Kadri Simson prošli je tjedan najavila kako se na razini EU priprema paket, set energetske mjere, čiji je cilj prigušiti troškovni udar ne samo za građane nego i za energetske intenzivna poduzeća. Prema najavama u paketu će se naći i srednjoročne strukturne mjere koje će posve otkloniti ovisnost EU o ruskim energentima. Na rasporedu DZS-a u srijedu je objava inflacije za veljaču. Očekujemo zadržavanje inflacije oko razina iz siječnja kada je godišnja stopa rasta dosegla 5,7%.

Na **financijskim tržištima**, hrvatska lokalna obveznička izdanja kreću se u skladu s regionalnim i globalnim trendovima iako su promjene u cijenama u prošlom tjednu bile relativno male. Prinos na 10-godišnju lokalnu obveznicu kreće se oko 2,1% što je još uvijek relativno nisko u usporedbi s nekim zemljama u okruženju (Mađarska 5,8%, Češka 3,6%, Rumunjska 6,6%). Na inozemnim tržištima u prošlom je tjednu zaustavljen rast prinosa hrvatskih euroobveznica te se deseto-godišnji prinos spustio na 2,3% (s 2,45% tjedan ranije). Sličan obrazac kretanja očekujemo i u tjednu pred nama. Obzirom da u svibnju dospijeva 1,25 mlrd eura euroobveznica, ne isključujemo mogućnost izlaska Hrvatske na inozemno tržište kapitala u ovom tromjesečju. Pojačana volatilnost osjeća se i na deviznom tržištu. Tečaj EUR/HRK tjedan je zatvorio na blago višim razinama u usporedbi s kretanjima prije početka rata u Ukrajini, na 7,57 kuna za euro. U petak je na rasporedu revizija kreditnog rejtinga Hrvatske od strane S&P agencije koja trenutno Hrvatsku drži na najnižoj investicijskoj razini, uz stabilne izgleda. Uzimajući u obzir trenutnu geopolitičku situaciju, promjene na strani rejtinga ne očekujemo.

E. Sabolek Resanović

Najava početka stezanja monetarne politike ESB-a

- **Prilagodljivost mjera monetarne politike i naznake podizanja ključnih kamatnih stopa već u 2022.**
- **U fokusu tjedna sastanak FED-a i može bitno podizanje referentne kamatne stope**

Prošlotjedni, željno iščekivani sastanak Europske središnje banke očekivano nije donio promjene kod ključnih kamatnih stopa, ali je u uvjetima prijeteeće stagflacije, retorika Upravnog vijeća ostavila veliku prilagodljivost budućih mjera monetarne politike. Uz to ESB ostavio je mogućnost produljenja ciljanih operacija dugoročnog refinanciranja (TLTRO).

Nove prognoze, iako značajno promijenjene u odnosu na one iz prosinca, u srednjoročnom razdoblju (2024.) previđaju povratak inflacije ispod 2% i ponovno solidne stope rasta. Prema našem mišljenju sva tri predstavljena scenarija ESB-a čine se isuviše optimistična.

Posljednji sastanak možemo svakako promatrati kao najavu postupne normalizacije monetarne politike. Potvrđena je **obustava neto kupnji u sklopu** hitnog programa kupnje zbog pandemije (**PEPP** engl. *pandemic emergency purchase programme*) **krajem ožujka 2022.**, ali i namjera reinvestiranja glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu ovog programa barem do kraja 2024. ESB je također potvrdio prijašnju odluku **povećanja programa kupnji obveznica u okviru programa kupnji obveznica (APP)**. Mjesečne neto kupnje u sklopu APP-a iznosit će 40 mlrd. eura u travnju, 30 mlrd. eura u svibnju te 20 mlrd. EUR u lipnju. Neto kupnje u trećem tromjesečju prilagodit će se na osnovi podataka i u skladu s kontinuiranom procjenom izgleda što **podrazumijeva prekid programa u rujnu ukoliko ESB zaključi da srednjoročni inflacijski izgledi neće oslabjeti ni nakon prekida neto kupnji vrijednosnih papira**.

Podizanje ključnih kamatnih stopa uslijedit će nakon završetka programa kupnji vrijednosnica, ali će biti odmjereno i postupno, a ne kako se prije navodilo ubrzo nakon završetka programa kupnji. Ipak, prema našem mišljenju ESB je dao naznačiti da će podizanje ključnih kamatnih stopa započeti u drugoj polovice godine. Precizna dinamika podizanja ostaje otvorena. Ishitreni, veliki pomaci u kamatnim stopama prema našem mišljenju su isključeni. Prema našim očekivanjima, postupna dinamika od po 10 bb po svakom sastanku ili 25 bb po tromjesečju izgledniji je scenarij, a početak takvog ciklusa vjerojatno je, ali ne sigurno, u rujnu. Naime, jučerašnje izvješće ESB-a ne predviđa automatsko i brzo podizanje kamatnih stopa nakon završetka APP. Uz to smatramo da će ESB nakon podizanja depozitne stope na nulu uzeti podulji vremenski predah.

Naposlijetku, posljednji sastanak ESB bio je u skladu s tržišnim očekivanjima koje je u cijenu financijskih instrumenata uključilo prvo podizanje ključnih kamatnih stopa u rujnu ove godine za 0,25bb. U nadolazećem trogodišnjem razdoblju, tržišna očekivanja ukupnog pomaka kamatnih stopa blago su porasla pa tržište u ožujku 2025. godine očekuje depozitnu stopu ESB-a između 0,5% i 0,75%.

S druge strane Atlantika, u SAD-u cijene dobara i usluga za osobnu potrošnju mjerene indeksom potrošačkih cijena, porasle su u veljači u odnosu na isto razdoblje prošle godine za **7,9%**, najveću razinu od 1981. Rast cijena

ESB: ekonomske prognoze

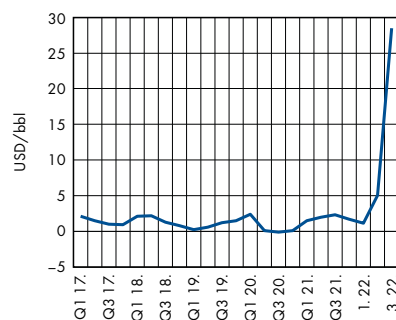
	BDP prognoze iz		HICP* prognoze iz	
	3. 22.	12. 21.	3. 22.	12. 21.
2022.	3,7	4,2	5,1 (2,6)	3,2 (1,9)
2023.	2,8	2,9	2,1 (1,8)	1,8 (1,7)
2024.	1,6	1,6	1,9 (1,9)	1,8 (1,8)

* Harmonizirani indeks potrošačkih cijena

** temeljna inflacija u zagradi

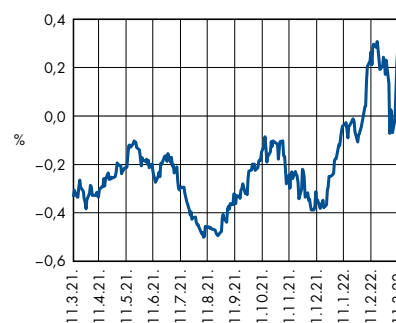
Izvori: ESB/Raiffeisen istraživanja

Brent-Ural spread



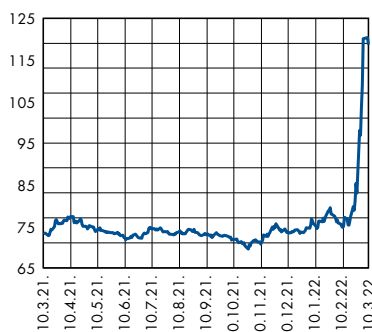
Izvori: RBI/Raiffeisen istraživanja

Njemačka: 10-god. prinos



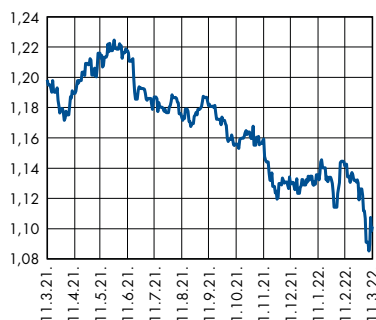
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

USD/RUB



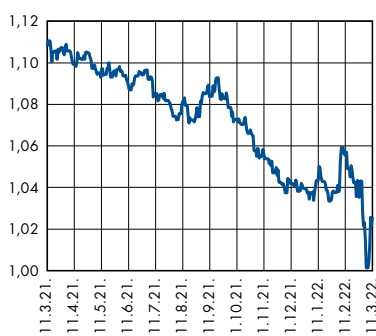
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

EUR/USD



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

EUR/CHF



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

iako predvođen energijom bio je široko rasprostranjen pa ne treba zanemariti cijene hrane koje su porasle za 1% na mjesečnoj razini (7,9% godišnje), najviše od travnja 2020. Zamah inflacije prema kraju veljače došao je također od cijena hrane i roba uslijed invazije Rusije na Ukrajinu i ponovnog intenziviranja uskih grla u lancima opskrbe. **Novi 40-godišnji maksimum rasta potrošačkih cijena povukao je gore prinose duž američke krivulje obveznica.** Iako se veljača 2022. prije recentnih geopolitičkih zbivanja prognozirala kao mjesec s vrhuncem inflacije u SAD-u, u novonastalim okolnostima očekuje se daljnji rast inflacije u nadolazećim mjesecima. Stoga se s nestrpljenjem čeka **zasjedanje čelnika Fed-a koje je na rasporedu u srijedu**, a na kojem bi se trebalo odlučiti o daljnjim mjerama i smjeru monetarne politike u SAD-u.

Mjere, odluke i signali monetarnih politika prije izbijanja rata u Ukrajini bili su ključni čimbenik kretanja **EUR/USD** koji bi se ponovno mogao naći pod pritiskom budući da bi prema našim očekivanjima FOMC **mogao donijeti odluku o podizanju referentne kamatne stope za 0,25 bb.**

Od početka ruske invazije na Ukrajinu američki dolar značajno je ojačao u odnosu na jedinstvenu europsku valutu (3,8%) kao kombinacija potražnje investitora za sigurnijim utočištima i činjenice da je poslovni ciklus u Europi značajnije ovisan o trgovinskim odnosima s Rusijom (osobito, ali ne i jedino u energetske sektoru). Naše prognoze **EUR/USD** stoga smo blago korigirali prema nižoj vrijednosti (1.12 dolara za euro) s naglaskom visoke volatilnosti i rizicima koji su izraženi u smjeru slabijeg eura u odnosu na dolar.

Visoka averzija prema riziku i nesigurnost i dalje podržavaju usmjeravanje investitora prema sigurnim utočištima i američkom dolaru. Štoviše, potencijalno širenje sankcija na energetske sektor i/ili protusankcije Rusije za posljedicu bi imali i recesiju u industrijskom sektoru euro područja pa ne iznenađuje izrazito nepovoljan tržišni sentiment.

Takvo okruženje pogoduje i potražnji za švicarskim frankom pa je na samom početku prošlog tjedna paritet tečaja **EUR/CHF** nakratko probijen. Suprotno očekivanjima, izostala je intervencija središnje banke što se može objasniti inflatornim kretanjima. Naime, iako je u usporedbi s drugim državama indeks potrošačkih cijena skroman te je u veljači porastao 2,2% na godišnjoj razini; to je najviša stopa u posljednjih 13 godina. K tome inflacija uvoznih proizvoda dosegla je 4,9% na godišnjoj razini pa snažniji švicarski franak može donekle ublažiti inflatorne pritiske. Stoga, u slučaju daljnjeg jačanja švicarskog franka ne očekujemo reakciju SNB-a. Daljnje kretanje EUR/CHF ovisi o razvoju rata u Ukrajini i popratnim sankcijama.

Gottfried Steindl Franz Zobl, Peter Öhlinger, Gottfried/RBI, Z. Z. Matijević

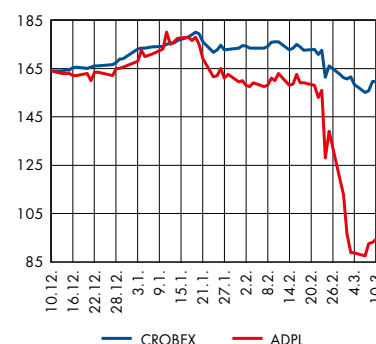
Bez pomaka u pregovorima između Rusije i Ukrajine

- Geopolitički rizik i dalje snažno prisutan
- Rast cijena na globalnim robnim tržištima i sastanak ESB-a u fokusu
- Pozitivan sentiment na Zagrebačkoj burzi

U fokusu investitora na globalnim dioničkim tržištima bio je nastavak ratnih sukoba između Rusije i Ukrajine te zaoštavanje sankcija zapadnih zemalja prema Rusiji. Potonje se odrazilo i na globalna robna tržišta te je u jednom trenutku cijena sirove nafte tipa Brent dostigla vrhulavih 139 američkih dolara po barelu. Takav snažan dnevni rast cijena nafte izazvao je zabrinutost tržišnih dionika o izglednoj stagflaciji europskog gospodarstva. Scenariju stagflacije pogoduje, pored naglog rasta cijena nafte na svjetskim tržištima, snažan rast cijena prirodnog plina, industrijskih metala i poljoprivrednih proizvoda. Ipak, investitori su djelomično odahnuli na objavu vijesti da je čelnik Međunarodne energetske agencije (IEA) najavio da su njezini članovi spremni otpustiti više nafte iz strateških zaliha kako bi ublažili pritisak rastućih cijena sirove nafte na svjetskim tržištima. Iako se cijena nafte do kraja proteklog tjedna ipak spustila ispod 120 američkih dolara po barelu, sentiment investitora bio je obilježen još jednim bezuspješnim pregovorima između ukrajinskih i ruskih čelnika. Istovremeno je Europska središnja banka najavila postupnu normalizaciju monetarne politike. Stoga i u ovom tjednu očekujemo nastavak opreznog trgovanja investitora na globalnim financijskim tržištima. Dionički indeksi Zagrebačke burze zabilježili su oporavak te je tjedni rast CROBEX-a iznosio 1,5% na 1.975,1 bodova. Uz primjetan pad volumena trgovanja prema kraju tjedna, u fokusu investitora bila je dionica **Zagrebačke banke**. Od korporativnih objava izdajamo nove poslove **AD Plastik Grupe** sa Stellantis Grupom za europsko tržište, s očekivanim prihodima od 71,5 mil. eura u predviđenom razdoblju trajanja projekta od devet godina. Ugovoreni su i poslovi s Mothersen Grupom, čiji očekivani prihod u četverogodišnjem razdoblju iznosi 2,1 mil. eura. Dionicom **Hrvatskog Telekoma** protrogovano je 3,8 mil. kuna uz rast cijene od 3%. Kompanija je objavila prijedlog dividende u iznosu od 8 kuna po dionici, što u odnosu na zadnju cijenu na dan prije objave predstavlja dividendni prinos od 4,3%. Dionicom će se bez prava na isplatu dividende trgovati od 4. svibnja 2022. (ex date).

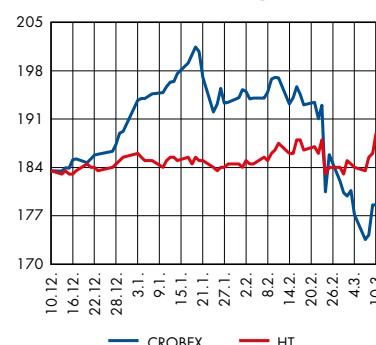
Silvija Kranjec i Ana Turudić

AD Plastik (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Hrvatski Telekom (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	Početak god. %	Vrijednost*
11.3.2022.			
NTX (SEE,CE,EE)	6,72	-16,65	1.076
BUX (HU)	6,61	-15,41	42.906
BETI (RO)	5,96	-7,55	12.075
WIG30 (PL)	5,89	-10,83	2.465
ATX (AT)	5,64	-17,10	3.201
CROBEX (HR)	1,47	-5,01	1.975
SASX10 (BH)	1,03	-7,13	921
SOFIX (BG)	0,85	-8,87	579
BELEX15 (RS)	0,19	1,28	831
PX (CZ)	-0,27	-8,65	1.303
SBITOP (SI)	-3,12	-14,04	1.082

* Zabilježeno u 17:00

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rast/pad – CROBEX indeksi

Dionica	1 tj. %	Cijena*
11.3.2022.		
Atlantska plovdba	8,01	445
Hrvatska pošt. banka	5,45	870
AD Plastik	4,97	93
Institut IGH	4,55	92
Saponia	3,70	840
Ingra	3,18	11
Arenaturist Hosp.Gr.	3,01	274
Hrvatski Telekom	2,99	190
Tankerska Next Gen.	2,94	42
Ericsson NT	2,05	1.740

* Zabilježeno u 17:00

Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Dionica	1 tj. %	Cijena*
11.3.2022.		
Zagrebačka banka	1,50	68
Končar Elektroind.	1,18	860
Valamar Riviera	0,99	31
Atlantic Grupa	0,64	1.580
Adris grupa (P)	0,52	387
Brodogr. V. Lenac	0,00	12
Kraš	0,00	760
OT – Optima T.	0,00	5
Podravka	-4,14	556
Dalekovod	-5,41	35

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
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 11. ožujka 2022.

Publikacija odobrena od strane urednika: 14. ožujka 2022. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 14. ožujka 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.

Ekonomski 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.