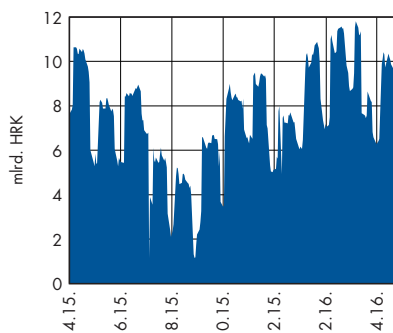


## Vlada usvojila plan reformi

### Dnevni višak likvidnosti



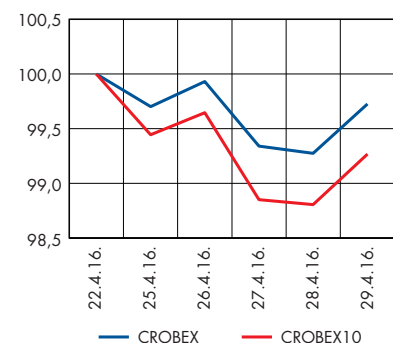
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### 5-god. CDS (USD)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Dionički indeksi



Izvor: Zagrebačka burza

- Na prošlotjednoj sjednici Vlada je usvojila Nacionalni program reformi i Program konvergencije za razdoblje 2016.–2019. Plan reformi već ovog mjeseca bit će ocijenjen od strane Europske komisije. (str. 2)
- Prema kalendarski prilagođenim indeksima, ukupna industrijska proizvodnja je u prvom ovogodišnjem tromjesečju zabilježila razmjerno snažan godišnji rast od 6,8%. (str. 2)
- Američki je dolar oslabio u odnosu na euro te je tržišni tečaj EUR/USD premašio razinu od 1,14 dolara za euro. (str. 3)
- Sam kraj tjedna obilježili su snažniji deprecijacijski pritisci na domaću valutu pri čemu je EUR/HRK gotovo dosegao razinu od 7,52 kuna za euro. (str. 3)
- Odluka Fed-a o zadržavanju referentnih kamatnih stopa na postojećim razinama nije imala značajniji utjecaj na kretanja na inozemnim obvezničkim tržištima. (str. 4)
- Tjedan na Zagrebačkoj burzi je protekao u znaku objava financijskih izvješća kompanija za prvo tromjesečje. (str. 6)

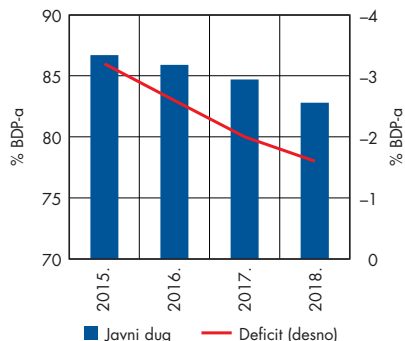
### Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

pokazatelj	razdoblje	
BDP, % godišnja promjena, realno	Q4/2015.	1,9
Industrijska proizvodnja, % (imp)	III./2016.	6,9
Potrošačke cijene, % (imp)	III./2016.	-1,7
Cijene proizvođača*, % (imp)	III./2016.	-5,0
Trgovina na malo, % (imp), realno	II./2016.	3,4
Noćenja turista, % (imp)	II./2016.	16,1
Saldo kons. središnje države, mil. kn**	I. 2016.	-687
Prosječna mjesečna neto plaća, u kn	II./2016.	5.652
Stopa nezaposlenosti, %	III./2016.	17,2
Broj registriranih nezaposlenih	III./2016.	276.406
Izvoz roba, milijuni EUR	I./2016.	767
Uvoz roba, milijuni EUR	I./2016.	1.274
Saldo tek. računa pl. bilance, mil. EUR	Q4/2015.	-390
Vanjski dug, milijuni EUR, kr	XII./2015.	45.534
Međunarodne pričuve, mil. EUR	II./2016.	12.986
Ukupni krediti, mil. kn, (kr)	II./2016.	270.060
Depoziti kod banaka, mil. kn, (kr)	II./2016.	205.373
Prosječan tečaj EUR/HRK	III./2016.	7,57
Prosječan tečaj CHF/HRK	III./2016.	6,93

imp – isti mjesec prošle godine, kr – na kraju razdoblja  
\* na domaćem tržištu, \*\* GFS2001 (novčano načelo)

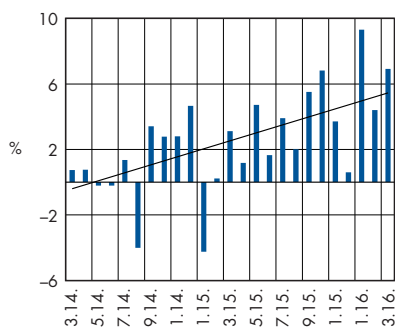
Izvori: DZS, HNB, Min. financija, HZZ

## Fiskalne projekcije – Program konvergencije (ESA2010)



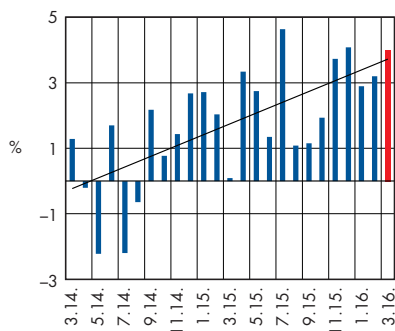
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

## Industrijska proizvodnja, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Trgovina na malo, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Snažan rast industrijske proizvodnje u prvom tromjesečju

U fokusu proteklog tjedna nesumnjivo su bila dva ključna dokumenta koja je Vlada potvrdila na prošlotjednoj sjednici, a koja definiraju glavne strateške odrednice i strukturne mjere koje bi se trebale provesti u narednom razdoblju. Naime, u sklopu obveza prema godišnjem ciklusu Europskog semestra, Vlada je predstavila Nacionalni program reformi i Program konvergencije za razdoblje 2016.–2019. godine. Dva glavna cilja predloženih strukturnih politika odnose se na povećanje održivosti javnog duga te promicanje rasta i zapošljavanja. Isti bi se trebali provesti kroz četiri ključna reformska područja: makroekonomska stabilnost i fiskalna održivost; lakši uvjeti poslovanja i bolja investicijska klima; veća učinkovitost i transparentnost javnog sektora te bolje obrazovanje za tržište rada. Dugoročno održiv gospodarski rast oslanja se na zacrtanih 60 reformskih mjera koje su segmentirane na goruće probleme javnog sektora (mirovinski i zdravstveni sustav, socijalna davanja, obrazovanje, neučinkovitost javne birokracije). Predložen je i niz mjera u cilju unaprjeđenja poslovne klime (poput spajanja gruntovnice i katastra, smanjenja parafiskalnih nameta te jače informatizacije i automatizacije kod pružanja javnih usluga).

Važno je naglasiti da se ambiciozan set predloženih reformskih mjera u velikom dijelu odnosi na racionalizaciju i reviziju prava različitih skupina korisnika sredstava državnog proračuna, stoga potencijalni rizici na dosljedno provođenje reformi proizlaze iz mogućeg otpora interesnih grupa. No obuzdavanje rasta javnog duga te stvaranje uvjeta za održiv gospodarski rast kroz smanjenje javnog sektora te otvaranje većeg prostora za privatni sektor u konačnici nema alternativu. Stoga očekujemo da će predložene reforme biti poduprte i od strane Europske komisije koja će već ovog mjeseca dati ocjenu istih s preporukama za uklanjanje postojećih makroekonomskih neravnoteža.

Tjedan je završio s objavom podataka o **industrijskoj proizvodnji** u ožujku koja je pozitivno iznenadila tržište zabilježivši iznadočekivani godišnji rast od 6,9%. Obzirom na solidna kretanja i tijekom prva dva mjeseca ove godine, kumulativno u razdoblju od siječnja do ožujka ukupna industrijska proizvodnja je (prema kalendarski prilagođenim indeksima) zabilježila snažan rast od 6,8% u odnosu na prvo tromjesečje 2015. Pozitivan trend potpomognut je oporavkom inozemne potražnje te pada zaliha koji je bio prisutan tijekom 2015. godine. Povoljna kretanja posljedično će se odraziti i na rezultat BDP-a u prvom ovogodišnjem tromjesečju, a do kraja godine očekujemo nastavak pozitivnih godišnjih stopa rasta industrijske proizvodnje, podržan rastom potražnje od strane zemalja partnera.

### Očekivanja za ovaj tjedan

Ovog tjedna su na rasporedu DZS-ove objave o kretanju fizičkih pokazatelja u turizmu za ožujak (gdje očekujemo nastavak pozitivnih trendova u broju dolazaka i turističkih noćenja na godišnjoj razini). Posljedično, pozitivan učinak mogao bi se preliti i na prve rezultate o kretanju prometa u trgovini na malo u istom promatrano mjesecu, uz očekivani nastavak trenda pozitivnih stopa rasta (+4% godišnje).

## Rast EUR/HRK na kraju tjedna

### Događanja na međunarodnom tržištu

Nakon sastanka Fed-a na kojem nije došlo do promjena u kamatnim stopama te slabijih objava pristiglih iz gospodarstva SAD-a (ispodočekivani analizirani rast BDP-a u prvom ovogodišnjem tromjesečju) američki je dolar oslabio u odnosu na euro te se tržišni tečaj EUR/USD približio razini od 1,14 dolara za euro. Na nešto višim razinama (1,144 dolara za euro) zatvoren je trgovinski tjedan.

Odluka japanske središnje banke o zadržavanju monetarnih stimulansa na trenutnim razinama iznenadila je tržišne sudionike što je posljedično rezultiralo i najnižim tečajem jena u odnosu na američki dolar od listopada 2014. godine.

### Događanja na domaćem tržištu

Na domaćem deviznom tržištu nakon mirnog početka tjedna uz smanjene volumene trgovanja nastavak tjedna je ipak donio nešto izraženiju volatilnost u kretanju valutnog para EUR/HRK. Uz povećane volumene trgovanja pod utjecajem bankarskog i korporativnog sektora te institucionalnih investitora trgovalo u rasponu 7,470–7,490 kuna za euro. Sam kraj tjedna obilježili su snažniji deprecijacijski pritisci na domaću valutu te je EUR/HRK gotovo dosegao razinu od 7,52 kuna za euro.

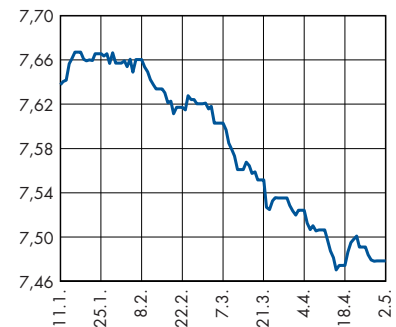
Nastavak mirnog razdoblja uz izostanak značajnijih promjena obilježilo je i ovaj tjedan na domaćem novčanom tržištu. Razina kunske likvidnosti u sustavu i dalje se zadržava na povijesno najvišim razinama (oko 10 mlrd. kuna) što uz skromne volumene trgovanja i slabu potražnju za kunama zadržava kamatne stope duž krivulje prinosa na tržištu novca na niskim razinama. Takvi uvjeti pogoduju i zadržavanju prinosa na trezorske zapise na povijesno niskim razinama pri čemu se na ovoj tjednoj aukciji prinos na jednogodišnji kunski trezorski zapis dodatno spustio na 0,97%.

### Očekivanja

U očekivanju daljnjeg porasta dolazaka stranih turista te smanjene potražnje za eurima početkom mjeseca očekujemo da će se EUR/HRK u ovom tjednu kretati u rasponu između 7,46 i 7,50 kuna za euro.

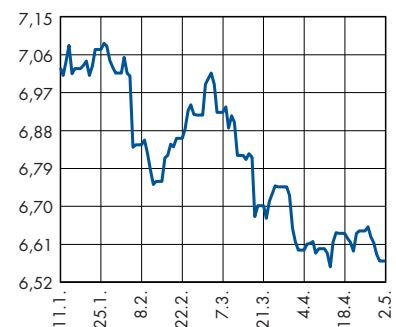
Ministarstvo Financija je za utorak najavilo kako namjerava izdati 400 mil. kunskih trezorskih zapisa ročnosti godinu dana, 155 mil. manje od iznosa na dospjeću. Kako je na prošlotjednoj aukciji prinos smanjen za 2bb ne očekujemo značajnije promjene na ovoj tjednoj aukciji. Posljedično i dalje slaboj potražnji za kunama te visokoj razini likvidnosti u sustavu tržišne kamatne stope zadržavat će se na postojećim razinama.

### EUR/HRK\*



\* srednji tečaj HNB-a  
Izvor: HNB

### USD/HRK\*



\* srednji tečaj HNB-a  
Izvor: HNB

### Očekivanja kretanja tečaja EUR/HRK za 1. tjedan svibnja

Tečaj EUR/HRK 7 dana	=
Tečaj EUR/HRK 30 dana	=

Legenda: ◆ jačanje kune prema euru  
◆ slabljenje kune prema euru  
= bez promjene

### Prognoze tečajeva na kraju razdoblja

	trenutno*	6.16.	9.16.	12.16.
EUR/USD	1,144	1,10	1,10	1,05
EUR/CHF	1,099	1,08	1,10	1,10
EUR/GBP	0,782	0,80	0,78	0,73
EUR/HRK**	7,508	7,55	7,60	7,65

\* Na dan 29. travnja u 16:00

\*\* U postupku revizije

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

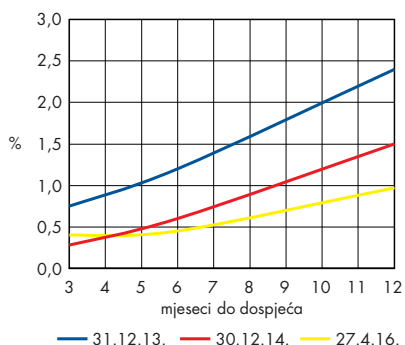
### Srednji tečaj HNB

Valuta	Promjena srednjeg tečaja HNB-a u odnosu na:											
	Zadnji tečaj		31.3.2016.				31.12.2015.				31.12.2014.	
	2.5.2016.	Tečaj		%	Tečaj		%	Tečaj		%		
EUR	7,4908	7,5237	↓	-0,44	7,6350	↓	-1,89	7,6615	↓	-2,23		
USD	6,6420	6,6481	↓	-0,09	6,9918	↓	-5,00	6,3021	↑	5,39		
GBP	9,5388	9,5685	↓	-0,31	10,3610	↓	-7,94	9,7848	↓	-2,51		
CHF	6,8024	6,8968	↓	-1,37	7,0597	↓	-3,64	6,3681	↑	6,82		

Izvor: HNB

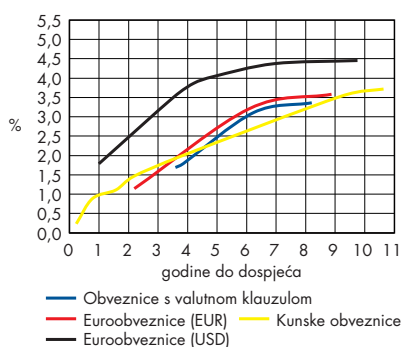
## FED bez promjena kamatnih stopa

### Krivulja prinosa – kratkoročna, kune



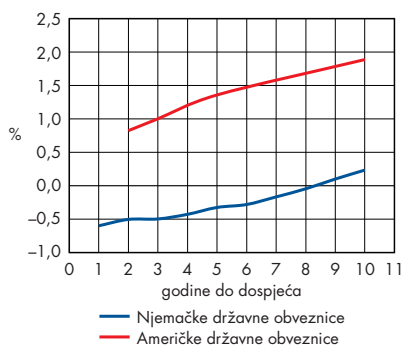
Izvor: Ministarstvo financija

### Krivulje prinosa – obveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Krivulje prinosa



Izvor: Bloomberg

### Pregled prethodnog tjedna

U srijedu, na svom redovnom zasjedanju, čelnici *FOMC*-a ostavili su referentne kamatne stope nepromijenjene uz naglasak kako globalna ekonomska i financijska kretanja i dalje predstavljaju rizike te kako će i dalje "pažljivo pratiti" kretanje gospodarstva i postupno podizati kamatne stope. Potvrđen je sporiji rast američkog gospodarstva u prvom tromjesečju uz povoljna kretanja na tržištu rada. Članovi *FOMC*-a očekuju i u nastavku godine umjeren rast gospodarstva kojem će se postupno prilagođavati i smjer monetarne politike. Obzirom da je bila očekivana, odluka *Fed*-a o zadržavanju referentnih kamatnih stopa na postojećim razinama nije imala značajniji utjecaj na kretanja obveznica na inozemnim tržištima. Na samom početku tjedna prinosi referentnih izdanja su rasli te je prinos njemačke 10-godišnje obveznice kratkotrajno testirao razinu od 0,30% dok je 10-godišnji američki *Treasury* dosegnuo najvišu vrijednost u travnju (1,93%). Međutim prema kraju tjedna zabilježen je pad prinosa važnijih svjetskih obveznica. Tako se prinos na 10-godišnji američki *Treasury* spustio do 1,83% dok je njemački desetogodišnji *Bund* pao do 0,27%. Volatilnost na američke obveznice je pala na najniže razine u posljednjih šesnaest mjeseci.

Na tržištima hrvatskih euroobveznica tjedan je započeo s blagim padom cijena uz širenje *spreadova*, kako na eurskim tako i na dolarskim izdanjima. Iako je sredinom tjedna na krilima rasta cijena svjetskih obveznica zabilježen kratkotrajni rast cijena hrvatskih inozemnih izdanja, tjedan je ipak završen u minusu s prosječnim tjednim padom cijena od 0,45% na eurskim izdanjima do 0,55% na dolarskim izdanjima. Hrvatski 5-godišnji dolarski CDS spustio se do 251bb (najniža razina od prosinca 2014.).

Na domaćem tržištu obveznica, kao što smo i očekivali, nastavljeno je mirno razdoblje sa skromnijim volumenima trgovanja. Uz ukupan tjedni prijavljeni promet od 245 mil. kuna većina trgovanja odvijala se na kraćem kraju krivulje prinosa odnosno obveznicama dospijeća 2017. i 2018. godine.

### Očekivanja za ovaj tjedan

I u ovom tjednu na domaćem obvezničkom tržištu očekujemo nastavak razmjerno niske aktivnosti te potisnut interes investitora, uz izostanak poticaja na značajniji porast volumena trgovanja.

Na inozemnim tržištima obveznica prinosi na dvogodišnje njemačke obveznice trebali bi se nastaviti kretati blago ispod stope na prekonoćne depozite od -0,4%. S druge strane prinos na njemački desetogodišnji *Bund* mogao bi u narednim mjesecima blago rasti. Prema kalendaru rejting agencija u petak nas očekuje revizija ocjene kreditnog rejtinga za Maltu i Portugal od strane agencije *Moody's* dok će *Fitch* objaviti ocjenu za Latviju i Nizozemsku.

## 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-19BA	5,375	29.11.2019.	111,65	112,75	1,99	1,70	0,00	-0,02	244	206
RHMF-O-203E	6,500	5.3.2020.	116,35	117,45	2,07	1,80	0,00	-0,02	249	211
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	118,20	119,05	3,25	3,11	0,00	-0,01	348	307
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	116,00	116,95	3,49	3,37	0,00	-0,01	349	
<b>Kunska obveznica</b>										
RHMF-O-167A	5,750	22.7.2016.	101,00	101,30	1,48	0,24	-0,20	0,36	-	-
RHMF-O-172A	4,750	8.2.2017.	102,60	103,00	1,40	0,89	0,00	-0,10	-	-
RHMF-O-17BA	6,250	25.11.2017.	107,45	108,00	1,45	1,12	0,00	-0,07	-	-
RHMF-O-187A	5,250	10.7.2018.	107,65	108,15	1,70	1,48	0,00	-0,04	-	-
RHMF-O-203A	6,750	5.3.2020.	116,50	117,50	2,26	2,01	0,00	-0,02	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	106,50	107,50	3,66	3,54	0,00	0,00	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	103,60	104,60	3,83	3,72	0,00	0,00	-	-

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

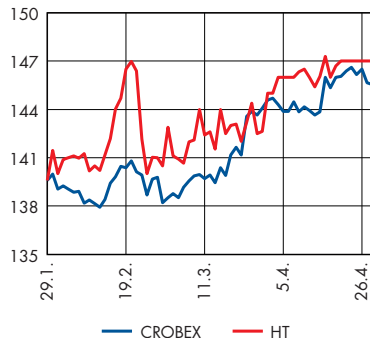
## Hrvatske euroobveznice

	Kupon	Datum dospijeća	Cijena		Prinos		Promjena*		Spread BUND	Spread EUROSAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
CROATIA 2018	5,875	9.7.2018.	109,70	110,20	1,37	1,15	0,00	-0,05	184	148
CROATIA 2022	3,785	30.5.2022.	103,00	103,60	3,32	3,21	-0,20	0,03	354	314
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	94,90	95,60	3,68	3,59	-0,50	0,07	353	316
CROATIA 2017	6,250	27.4.2017.	103,90	104,40	2,28	1,79	0,00	-0,09	168	99
CROATIA 2019	6,750	5.11.2019.	109,90	110,65	3,72	3,51	0,00	-0,02	264	258
CROATIA 2020	6,625	14.7.2020.	109,90	110,60	4,04	3,87	-0,10	0,01	284	282
CROATIA 2021	6,375	24.3.2021.	109,50	110,25	4,19	4,05	-0,20	0,03	289	291
CROATIA 2023	5,500	4.4.2023.	106,10	106,65	4,47	4,38	-0,40	0,06	282	296
CROATIA 2024	6,000	26.1.2026.	109,50	110,00	4,53	4,46	-0,30	0,04	282	296

\* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

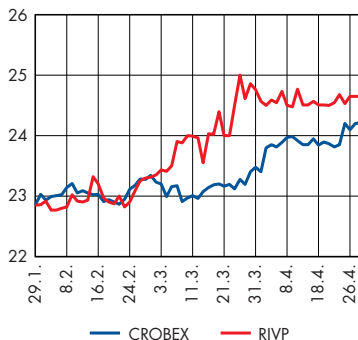
## Dividende u fokusu

### HT (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Valamar Riviera (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Komentar trgovanja

Tjedan na Zagrebačkoj burzi je protekao u znaku objava financijskih izvješća kompanija za prvo tromjesečje, međutim to nije značajnije utjecalo na redovne dioničke promete koji su ponovno bili vrlo niski, u prosjeku 9 mil. kuna dnevno. Dionički indeksi su na tjednoj razini zabilježili blagi pad, CROBEX -0,3%, a CROBEX10 -0,7%. Od sastavnica indeksa najviši tjedni rast je imala dionica Đuro Đaković Holdinga, dok je najviše na vrijednosti izgubila dioniva Varteksa.

### Objave kompanija

U prvom tromjesečju prihod od prodaje **Atlantic Grupe** je zabilježio blagi pad na godišnjoj razini i to zbog pada segmenta Sportska prehrana od 19,4% i kava 2,5%. Profitabilnost je ukupno gledano poboljšana, zahvaljujući nižim materijalnim troškovima i nižim neto financijskim rashodima. **Ericsson NT** je ostvario godišnji rast prodaje od 7% zahvaljujući prihodima ostvarenim s Ericsson Corp. Iako je bruto marža bila niža u odnosu na isto razdoblje lani, ostvarene su značajne uštede na općim i prodajnim troškovima. Rast prodaje je imao i **HT**, potaknut rastom prihoda ICT segmenta od 45,3%. S druge strane EBITDA je niža 0,3% zbog viših materijalnih troškova u rastućem ICT segmentu. Rezultati **Valamar Riviere** su znatno bolji u odnosu na godinu ranije, uglavnom zbog ranog Uskrsa i kongresnih gostiju u Dubrovniku. Kako su troškovi rasli po nižoj stopi, ostvareni je gubitak znatno manji.

### U ovom tjednu

U utorak se bez prava na dividendu počinje trgovati dionicama HT-a i Valamar Riviere te stoga očekujemo nešto veći fokus investitora.

### Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	početak god. %	Vrijednost*
<b>29.4.2016.</b>			
ATX (AT)	-1,09	-2,68	2.333
BELEX15 (RS)	0,00	-5,56	608
BETI (RO)	-1,14	-7,41	6.486
BUX (HU)	0,59	12,47	26.904
CROBEX (HR)	-0,28	-0,07	1.688
PX (CZ)	0,00	0,00	1.540
MICEX (RU)	0,00	11,32	1.961
SBITOP (SI)	-0,90	2,25	712
SOFIX (BG)	0,00	-5,40	436
SASX10 (BH)	-1,27	0,52	703
NTX (SEE,CE,EE)	-1,63	-0,85	951
WIG30 (PL)	-2,39	2,00	2.117

\* zabilježeno u 16:30. Izvor: Bloomberg

### Rast/pad – CROBEX indeks

Dionica	1 tj. %	Cijena*	Dionica	1 tj. %	Cijena*
<b>29.4.2016.</b>					
Đuro Đaković H.	12,12	43	Kraš	-0,58	518
Dalekovod	9,41	12	Valamar Riviera	-0,73	25
Atlantska Plov.	5,98	128	Adris Grupa (P)	-0,75	395
OT-Optima T.	2,86	2	Ina	-1,30	2.665
Belje	2,43	19	Končar El	-1,53	645
Zagrebačka Banka	2,34	42	Maistra	-1,77	216
Ledo	2,26	9.950	Ingra	-1,94	3
AD Plastik	2,13	100	HT	-2,14	144
Ericsson NT	0,09	1.081	Tankerska NG	-2,50	74
Arenaturist	0,00	326	Luka Rijeka	-3,89	42
Atlantic Grupa	0,00	815	Varteks	-5,88	15
Podravka	-0,32	329			

\* zabilježeno u 16:30. Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

## Kalendar aktivnosti objava za razdoblje od 2. do 6. svibnja 2016.

CET	Zemlja	Podatak (za razdoblje)
<b>2. svibanj</b>		
10:00	EMU	PMI prerađivačkog sektora (04/16)*
15:45	SAD	PMI prerađivačkog sektora (04/16)*
16:00	SAD	ISM Indeks prerađivačkog sektora (04/16)
<b>3. svibanj</b>		
11:00	EMU	Proizvođačke cijene (03/16)
11:00	Hrvatska	Trgovina na malo (03/16)
15:45	SAD	ISM New York (04/16)
<b>4. svibanj</b>		
9:55	Njemačka	PMI uslužnog sektora (04/16)*
10:00	EMU	PMI uslužnog sektora (04/16)*
11:00	EMU	Trgovina na malo (03/16)
10:00	EMU	Monetarni agregat M3 (03/16)
14:15	SAD	ADP zaposlenost (04/16)
14:30	SAD	Robna razmjena s inozemstvom (03/16)
15:45	SAD	PMI uslužnog sektora (04/16)*
16:00	SAD	Industrijske narudžbe (03/16)
16:00	SAD	Narudžbe trajnih dobara (03/16)*
<b>5. svibanj</b>		
14:30	SAD	Zahtjevi za naknade za nezaposlene
14:30	SAD	Zahtjevi za naknade za novonezaposlene
<b>6. svibanj</b>		
11:00	Hrvatska	Turizam (03/16)
14:30	SAD	Zaposlenost /Nonfarm Payrolls (04/16)
14:30	SAD	Stopa nezaposlenosti (04/16)
21:00	SAD	Kreditni potrošačima (03/16)

\* konačni podaci



## Raiffeisen istraživanja

### Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

#### Samostalna direkcija ekonomskih istraživanja

mr. sc. Zrinka Živković Matijević, direktorica Direkcije; tel: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr  
Elizabeta Sabolek Resanović, ekonomski analitičar; tel: + 385 1/46 95 099, e-adresa: elizabeta.sabolek-resanovic@rba.hr  
Tomislava Ujević, ekonomski analitičar; tel: 01/61 74 606, e-adresa: tomislava.ujevic@rba.hr  
Mate Rosan, ekonomski analitičar; tel: 01/61 74 388, e-adresa: mate.rosan@rba.hr

#### Samostalna direkcija poslova financijskog savjetovanja

mr. sc. Nada Harambašić Nereau, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 870, e-adresa: nada.harambasic-nereau@rba.hr  
Ana Turudić, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr

#### Sektor riznice i investicijskog bankarstva

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

#### Kratice

bb – bazni bodovi	EUR – euro	Q1, Q2, Q3, Q4 – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje
BDP – bruto domaći proizvod	F – konačni podaci	QoQ – tromjesečna promjena
DZS – Državni zavod za statistiku	FED – Federal Reserve System (Američka središnja banka)	RBA – Raiffeisenbank Austria d.d.
EDP – procedura prekomjernog deficita	HNB – Hrvatska narodna banka	SNA – Sustav nacionalnih računa
EFSF – Europski fond za financijsku stabilnost	HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje	TZ – trezorski zapis
ESB – European Central Bank (Europska središnja banka)	kn, HRK – kuna	UN – Ujedinjeni narodi
EK – Europska komisija	MF – Ministarstvo financija	USD – dolar
	MMF – Međunarodni monetarni fond	

#### Regulator

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA)

#### Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb  
Petrinjska 59, 10000 Zagreb  
www.rba.hr  
tel. 01/45 66 466  
fax: 01/48 11 626

Publikacija je dovršena 29. travnja 2016.



**OPĆE NAPOMENE**

Izdavatelj publikacije: Raiffeisenbank Austria d. d. Petrinjska 59, 10000 Zagreb, Hrvatska ("RBA"). RBA je kreditna institucija osnovana u skladu sa odredbama Zakona o kreditnim institucijama.

Ekonomska istraživanja su organizacijska jedinica RBA.

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

Ova publikacija izrađena je isključivo u informativne svrhe i ne smije se reproducirati, prevoditi ili činiti dostupnom trećim osobama osim namjere korisnika, u cijelosti ili djelomice, bez prethodne pisane suglasnosti RBA u svakom pojedinom slučaju. Ova publikacija ne predstavlja investicijski savjet ili preporuku glede kupovanja, držanja ili prodaje financijskih instrumenata, 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. Zadržavamo pravo u bilo kojem trenutku promijeniti stajališta iznesena u ovoj publikaciji, bez prethodne ili naknadne obavijesti. Osim toga, zadržavamo pravo ne ažurirati iznesene informacije ili ih potpuno ukinuti, bez prethodne ili naknadne obavijesti. Objava ažurirane analize, ako je i bude, ostaje diskrecijska odluka analitičara i RBA. Stoga 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. Ovo posebno vrijedi u slučaju da ova publikacija sadrži preporuku "kupiti", "držati", "reducirati" ili "prodati".

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 impliciraju 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 ili preporuku. 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 preporuku za ulaganje ili izravnu 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 savjetnicima za pojedinačna objašnjenja i savjete.

RBA, Raiffeisen Bank International AG, te bilo koje 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 u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") te Raiffeisen Zentralbank AG, Austria ("RZB") pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA.

Ovime korisnik publikacije prima na znanje, priznaje i suglasan je da, u najvećoj mogućoj mjeri dopuštenoj zakonom, nitko iz Hrvatske udruge banaka ("HUB") kao koordinatora, niti ZIBOR kontribucijskih banaka ili Thomson Reuters-a kao dobavljača podataka iz kojih se ZIBOR referentne kamatne stope računaju:

1. Ne prihvaća nikakvu odgovornost za učestalost i točnost ZIBOR stopa ili bilo kakvo korištenje ZIBOR stopa od strane korisnika, neovisno proizlazi li ili ne proizlazi iz nemara HUB-a, ZIBOR kontribucijskih banaka ili Thomson Reuters-a;
2. Neće biti odgovoran za bilo kakav gubitak ili dobit u poslovanju, niti bilo kakve izravne, neizravne ili posljedične gubitke ili štetu nastale iz takvih nepravilnosti, netočnosti ili korištenja podataka.

Objava interesa i sukoba interesa:

RBA i/ili s njom povezano društvo i/ili zaposlenik RBA koji je sudjelovao na izradi publikacije i/ili zaposlenik RBA koji je imao pristup publikaciji prije njezine distribucije mogu imati ili imaju ili su imali značajan financijski interes u jednom ili više financijskih instrumenata izdavatelja koji su predmetom publikacije.

RBA i/ili s njom povezano društvo i/ili zaposlenik RBA koji je sudjelovao na izradi publikacije i/ili zaposlenik RBA koji je imao pristup publikaciji prije njezine distribucije mogu biti ili jesu u sukobu interesa u vezi s izdavateljem koji je predmetom publikacije.

Postoji mogućnost da RBA ili s njom povezano društvo:

- trenutno obavlja ili je u prošlosti obavljala poslove glavnog voditelja ili suvoditelja postupka ponude financijskih instrumenata izdavatelja spomenutih u ovoj publikaciji; i/ili
- trenutno obavlja ili je u prošlosti obavljala poslove održavatelja tržišta ili drugog održavatelja likvidnosti za financijske instrumente izdavatelja spomenute u ovoj publikaciji; i/ili
- ima sklopljen sporazum s izdavateljem koji se odnosi na pružanje usluga investicijskog bankarstva; i/ili
- ima sklopljen sporazum s izdavateljem koji se odnosi na poslove izrade 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 možda drže ili trguju financijskim instrumentima 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. 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 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.

Portfelji analitičara dostupni su na [www.limun.hr](http://www.limun.hr).

zjava analitičara: Financijska naknada autoru analize nije i neće biti povezana, izravno ili posredno, s preporukama ili stajalištima iznesenim u ovoj publikaciji.

RBA ima odobrenje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga 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.