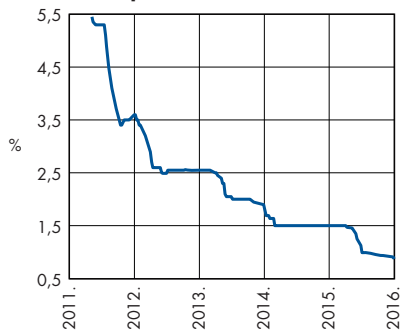


U srpnju ubrzan realni godišnji rast prometa u trgovini na malo

Krivulja prinosa na 1-god. kunski trezorski zapis



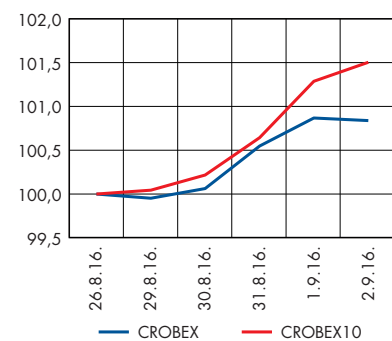
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

5-godišnji CDS (USD)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dionički indeksi



Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

- U drugom ovogodišnjem tromjesečju BDP je realno veći za 2,8% u usporedbi s istim razdobljem lani. (str. 2)
- Prema kalendarski prilagođenim indeksima, u srpnju je godišnji realni rast prometa u trgovini na malo ubrzao na 4,5% dok je industrijska proizvodnja usporila rast na 1,2% godišnje. (str. 2)
- Do kraja godine očekujemo tržišni tečaj EUR/USD na razini ispod 1,10 dolara za euro. (str. 3)
- Uravnotežena ponuda i potražnja i u tjednu za nama održavala je tržišni tečaj EUR/HRK stabilnim koji se zadržavao na razinama blago ispod 7,50 kuna za euro. (str. 3)
- Na domaćem tržištu obveznica nakon iznimno mirnog kolovoza rujan je donio povratak tržišnih sudionika i povećanih aktivnosti. (str. 4)
- Dionički indeksi CROBEX i CROBEX10 tjedan su zaključili u plusu. (str. 6)

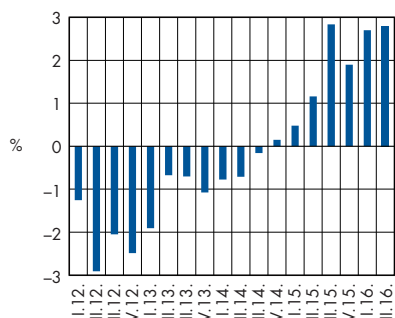
Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

pokazatelj	razdoblje	
BDP, % godišnja promjena, realno	Q2./2016.	2,8
Industrijska proizvodnja, % (impj)	VII./2016.	1,2
Potrošačke cijene, % (impj)	VII./2016.	-1,5
Cijene proizvođača*, % (impj)	VII./2016.	-5,0
Trgovina na malo, % (impj), realno	VII./2016.	4,5
Noćenja turista, % (impj)	VI./2016.	2,5
Saldo kons. središnje države, mil. kn**	I-V 2016.	-2.448
Prosječna mjesečna neto plaća, u kn	VI./2016.	5.686
Stopa nezaposlenosti, %	VII./2016.	13,3
Broj registriranih nezaposlenih	VII./2016.	217.089
Izvoz roba, milijuni EUR	V./2016.	1.052
Uvoz roba, milijuni EUR	V./2016.	1.686
Saldo tek. računa pl. bilance, mil. EUR	Q1/2016.	-1.588
Vanjski dug, milijuni EUR, kr	III./2016.	44.340
Međunarodne pričuve, mil. EUR	V./2016.	12.828
Ukupni krediti, mil. kn, (kr)	VI./2016.	264.747
Depoziti kod banaka, mil. kn, (kr)	VI./2016.	202.051
Prosječan tečaj EUR/HRK	VII./2016.	7,49
Prosječan tečaj CHF/HRK	VII./2016.	6,89

impj – isti mjesec prošle godine, kr – na kraju razdoblja
* na domaćem tržištu, ** GFS2001 (novčano načelo)
Izvori: DZS, HNB, Min. financija, HZZ

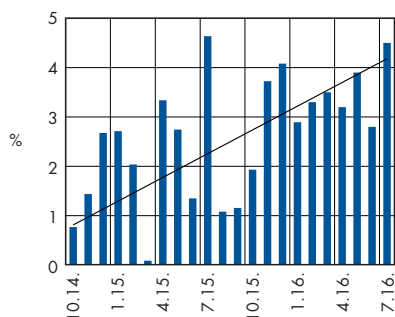
Realni rast BDP-a u drugom tromjesečju 2.8%

BDP, godišnje realne promjene



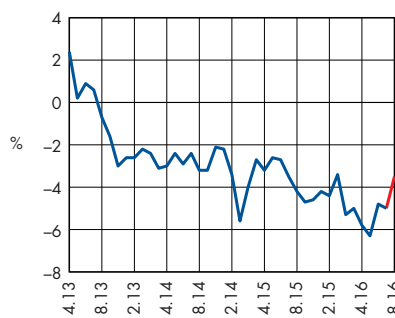
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Trgovina na malo, godišnja realna promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Proizvođačke cijene, godišnja promjena*



* na domaćem tržištu
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Protekli tjedan protekao je u znaku DZS-ove objave podataka o BDP-u za drugo ovogodišnje tromjesečje koji su potvrdili nastavak oporavaka hrvatskog gospodarstva. Naime, prema prvoj procjeni i originalnim podacima **BDP u drugom tromjesečju** realno je veći za 2,8% u usporedbi s istim tromjesečjem lani. Sezonski prilagođeni podaci pokazuju da je BDP u odnosu na prvo tromjesečje zabilježio rast od 0,6% dok je na godišnjoj razini realno veći za 2,0%. U skladu s očekivanjima, ostvaren je pozitivan doprinos domaće potražnje dok je doprinosi neto inozemne potražnje bio negativan. Naime, unatoč činjenici da je pojedinačno gledano izvoz roba i usluga s godišnjom stopom rasta od 4,1% ostvario najveći pozitivan doprinos povećanju obujma BDP-a, drugo ovogodišnje tromjesečje donijelo je još snažniji uvoz roba i usluga (6,7%) ukazujući na visoku uvoznu ovisnost domaćeg gospodarstva. Najveća sastavnica BDP-a, osobna potrošnja, nastavila je bilježiti solidne godišnje promjene zabilježivši realni godišnji rast od 3%. Nesumnjivo, poticaj je došao od izvrsnih rezultata u turizmu te sezonskih poboljšanja na tržištu rada. Također, ohrabruje i nastavak rasta bruto investicija u fiksni kapital. Naime, ova sastavnica je u razdoblju 2008.-2014. godine izgubila preko 30 posto svoje realne vrijednosti pa godišnji rast i peto tromjesečje zaredom pokazuje ubrzanje realne godišnje stope rasta na 6,3% (najviša je od trećeg tromjesečja 2008.).

U nastavku godine očekujemo potvrdu rasta gospodarstva, predvođenom osobnom potrošnjom i investicijama dok bi pozitivan doprinos inozemne potražnje mogao i dalje biti umanjeno nastavkom rasta uvoza. Na razini cijele 2016. godine realni rast BDP-a mogao bi ubrzati na 2,3%.

Potnije podržavaju i posljednji DZS-ovi podaci objavljeni potkraj prošlog tjedna. Naime, prema prvim rezultatima, u srpnju je prema kalendarski prilagođenim indeksima godišnji realni rast **prometa u trgovini na malo** ubrao na 4,5%. Tako je i pored razmjerno visoke prošlogodišnje baze (kada je dosegnuta ujedno i najviša stopa realnog godišnjeg rasta u 2015. godini) potvrđen neprekinut niz pozitivnih godišnjih stopa koji datira od rujna 2014. godine. Nedvojbeno da je nastavak dobrih pokazatelja snažno podržan solidnim ostvarenjima u turizmu, ali i sezonskim poboljšanjima na tržištu rada. Pozitivna kretanja u zaposlenosti uz rast prihoda od turizma pozitivno utječu na veći raspoloživi dohodak te promet u trgovini na malo. Posljedično, poželjni učinci odrazit će se i na osobnu potrošnju što će doprinijeti nastavku pozitivnog doprinosa rastu BDP-a.

Također, posljednji podaci potvrdili su i nastavak pozitivnih stopa rasta **industrijske proizvodnje** premda usporenijom dinamikom. Prema kalendarski prilagođenim indeksima industrijska proizvodnja u srpnju zabilježila je godišnji rast od 1,2%.

Očekivanja

Ovog tjedna na rasporedu važnijih DZS-ovih objava su podaci o fizičkim pokazateljima u turizmu za srpanj gdje očekujemo nastavak solidnih trendova uz rast broja turističkih dolazaka i noćenja na mjesečnoj i godišnjoj razini. Također, u četvrtak se očekuje objava indeksa proizvođačkih cijena za kolovoz gdje predviđamo nastavak negativnih godišnjih stopa (-3,5%).

Ekonomski analitičar: Tomislava Ujević

Deprecijacija domaće valute prema kraju godine

Događanja na međunarodnom tržištu

U SAD-u objava ISM pokazatelja prerađivačkog sektora koji je u kolovozu neočekivano zabilježio mjesečni pad prvi puta u proteklih šest mjeseci uz ne tako povoljne objave s američkog tržišta rada o kretanju zaposlenosti u kolovozu (Nonfarm Payrolls) podržavaju naša očekivanja kako se Fed na svom zasjedanju ovog mjeseca ipak neće odlučiti za podizanje referentnih kamatnih stopa. Stoga ostajemo pri našoj procjeni kako će se daljnje stezanje monetarne politike Fed-a dogoditi tek u prosincu te do kraja godine očekujemo tržišni tečaj EUR/USD na razini ispod 1,10 dolara za euro.

Događanja na domaćem tržištu

Uravnotežena ponuda i potražnja i u tjednu za nama održavala je tržišni tečaj EUR/HRK stabilnim koji se zadržavao na razinama blago ispod 7,50 kuna za euro.

Trgovanje na domaćem novčanom tržištu proteklo je u mirnom tonu uz uobičajene volumene trgovanja. Fokus investitora je bio usmjeren na aukciju trezorskih zapisa Ministarstva financija na kojoj je potražnja nadmašila iznos izdanja uz daljnji pad prinosa kunskih jednogodišnjih trezorskih zapisa na 0,87% (-4bb) dok se prinos eurskih trezorskih zapisa spustio na 0,24% (-1bb).

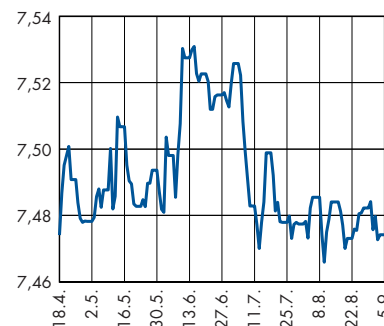
Očekivanja

Na domaćem deviznom tržištu završetak središnjeg dijela turističke sezone vjerojatno će biti popraćen uobičajenom blagom depreciacijom domaće valute, pri čemu uzlaznu tendenciju EUR/HRK očekujemo do kraja godine. Na razini cijele 2016. prosječan tečaj EUR/HRK vidimo na razini od 7,56 kuna za euro što je ipak niža razina u odnosu na prošlu godinu, podržana nastavkom gospodarskog rasta i poboljšanim fiskalnim pokazateljima.

Obzirom da u ovom tjednu na dospelju nema značajnijeg iznosa trezorskih zapisa Ministarstvo financija nije najavilo novu aukciju. U danima pred nama na domaćem novčanom tržištu očekujemo zadržavanje kamata na višim razinama s obzirom na odljev kunske likvidnosti iz sustava zbog plaćanja obveza korporativnog sektora prema državi i približavanju kraju razdoblja održavanja obvezne pričuve banaka.

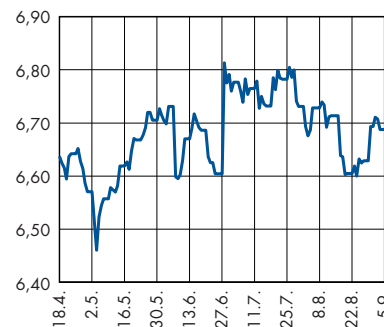
Ekonomski analitičar: Elizabeta Sabolek Resanović

EUR/HRK*



* srednji tečaj HNB-a
Izvor: HNB

USD/HRK*



* srednji tečaj HNB-a
Izvor: HNB

Očekivanja kretanja tečaja EUR/HRK za 2. tjedan rujna

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*	9.16.	12.16.	3.17.
EUR/USD	1,12	1,10	1,05	1,03
EUR/CHF	1,10	1,08	1,08	1,10
EUR/GBP	0,84	0,85	0,87	0,90
EUR/HRK	7,48	7,55	7,60	7,60

* Na dan 2. rujna u 15:30
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

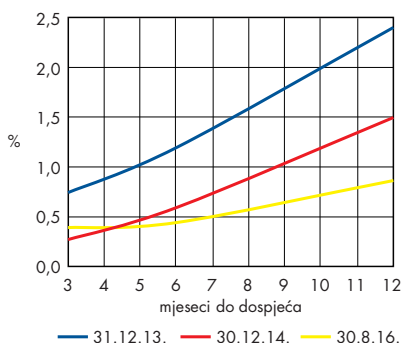
Srednji tečaj HNB

Valuta	Zadnji tečaj	Promjena srednjeg tečaja HNB-a u odnosu na:							
		31.8.2016.			31.12.2015.			31.12.2014.	
	5.9.2016.	Tečaj	%	Tečaj	%	Tečaj	%		
EUR	7,4743	7,4757	↓ -0,02	7,6350	↓ -2,11	7,6615	↓ -2,44		
USD	6,6872	6,6933	↓ -0,09	6,9918	↓ -4,36	6,3021	↑ 6,11		
GBP	8,8726	8,7548	↑ 1,35	10,3610	↓ -14,37	9,7848	↓ -9,32		
CHF	6,8215	6,8353	↓ -0,20	7,0597	↓ -3,37	6,3681	↑ 7,12		

Izvor: HNB

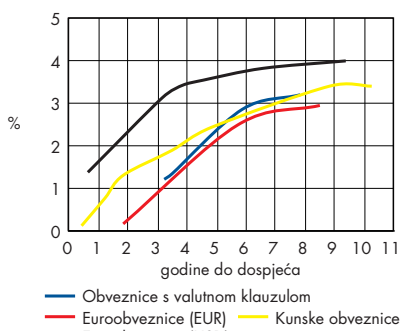
Aktivnost se vratila na domaće tržište

Krivulja prinosa – kratkoročna, kune



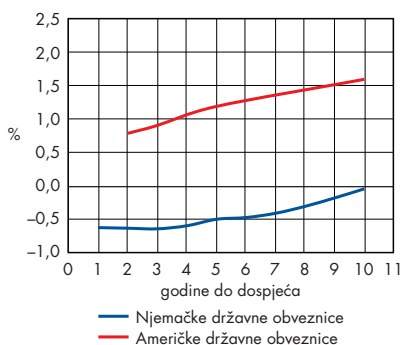
Izvor: Ministarstvo financija

Krivulje prinosa – obveznice



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Krivulje prinosa



Izvor: Bloomberg

Konferencija u Jackson Hole-u u SAD-u koja je održana krajem kolovoza, a na kojoj je glavna čelnica Fed-a u svom izravnom obraćanju dala nešto jasnije naznake o daljnjim monetarnim potezima Fed-a i u tjednu iza nas u najvećoj je mjeri utjecala na kretanja na inozemnim obvezničkim tržištima. Naime, porast očekivanja odnosno nagađanja kako bi do podizanja referentne kamatne stope moglo doći već na ovomjesečnom sastanku podržale su najveći mjesečni pad cijena obveznica SAD-a od lipnja 2015. Prinos na dvogodišnje izdanje koje je najosjetljivije na promjene monetarne politike porastao je u prinosu za 14bb do razine od 0,80% uz najuži *spread* u odnosu na 30-godišnje američke obveznice od siječnja 2008. dok je tijekom kolovoza prinos američke desetogodišnje obveznice porastao za 18bb. S druge strane ISM pokazatelj prerađivačkog sektora u SAD-u koji se u kolovozu neočekivano zabilježio mjesečni pad prvi puta u proteklih šest mjeseci uz ne tako povoljne objave s američkog tržišta rada umanjuju mogućnost daljnjeg monetarnog susprezanja od strane Fed-a već u ovom mjesecu. Stoga ostajemo pri našim procjenama da se sljedeće podizanje referentnih kamatnih stopa neće dogoditi prije prosinca.

S naše strane Atlantika interes tržišnih sudionika u tjednu pred nama bit će usmjeren na sastanak ESB-a u četvrtak i očekivanja glede mogućih daljnjih monetarnih poteza. Obzirom da godišnja stopa inflacije u eurozoni u kolovozu nije uspjela ubrzati na očekivanih 0,3% ukazujući kako su se gospodarski izgledi u eurozoni pogoršali te kako dva mjeseca nakon Brexit-a europsko gospodarstvo počinje pokazivati znakove posrtnja dodatni monetarni poticaji ESB-a mogli bi biti opravdani.

U skladu s kretanjima SIE regije cijene hrvatskih euroobveznica blago su porasle što je, uz rast prinosa referentnih izdanja, doprinijelo sužavanju *spreadova* u prosjeku za 10 bb na tjednoj razini. Pozitivni pokazatelji koji ukazuju na nastavak gospodarskog oporavka domaćeg gospodarstva podržani snažnijom fiskalnom konsolidacijom uz zadržavanje visoke razine likvidnosti na inozemnim tržištima u skladu s monetarnim politikama vodećih središnjih banaka trebali bi i u nastavku godine zadržavati prinose na nižim razinama. Posljedično i hrvatski petogodišnji CDS spustio se krajem tjedna na povijesno najnižu razinu od 212 baznih bodova.

Na domaćem tržištu obveznica nakon iznimno mirnog kolovoza rujan je donio povratak tržišnih sudionika i povećanje aktivnosti. Cijene su blago porasle, posebice na kunskim izdanjima. Ukupan prijavljeni tjedni promet obveznicama na Zagrebačkoj burzi iznosio je gotovo 600 mil. kuna pri čemu se najviše trgovalo kunskom obveznicom koja dospijeva 2018. (192 mil. kuna). I u ovom tjednu očekujemo nastavak povećane aktivnosti uz i dalje prisutan pojačani interes investitora za kunskim izdanjima.

Ekonomski analitičar: Elizabeta Sabolek Resanović

Državne obveznice na domaćem tržištu

Valutna klauzula	Kupon	Datum dospijeća	Cijena**		Prinos		Promjena*		Spread BUND	Spread EUROWAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
RHMF-O-19BA	5,375	29.11.2019.	112,00	113,25	1,57	1,20	0,12	-0,04	219	174
RHMF-O-203E	6,500	5.3.2020.	116,64	117,70	1,62	1,33	0,06	-0,02	222	177
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	118,75	119,75	3,01	2,84	0,87	-0,15	349	307
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	116,50	117,75	3,35	3,18	0,42	-0,06	369	177
Kunska obveznica										
RHMF-O-172A	4,750	8.2.2017.	101,75	102,05	0,78	0,12	-0,05	0,11	-	-
RHMF-O-17BA	6,250	25.11.2017.	106,35	106,75	1,08	0,77	0,00	0,00	-	-
RHMF-O-187A	5,250	10.7.2018.	106,60	107,25	1,64	1,30	0,00	0,00	-	-
RHMF-O-203A	6,750	5.3.2020.	115,50	116,50	2,15	1,88	0,40	-0,11	-	-
RHMF-O-217A	2,750	8.7.2021.	100,75	101,50	2,58	2,42	0,40	-0,09	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	107,50	108,50	3,51	3,38	0,15	-0,02	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	106,00	107,50	3,55	3,38	0,35	-0,04	-	-

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

Hrvatske euroobveznice

	Kupon	Datum dospijeća	Cijena**		Prinos		Promjena*		Spread BUND	Spread EUROWAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
CROATIA 2018	5,875	9.7.2018.	110,10	110,60	0,41	0,16	0,10	-0,05	99	56
CROATIA 2022	3,785	30.5.2022.	106,80	107,40	2,59	2,48	0,70	-0,13	306	264
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	100,10	100,50	2,99	2,93	0,70	-0,09	322	281
CROATIA 2017	6,250	27.4.2017.	102,70	103,20	2,11	1,37	-0,20	0,30	149	64
CROATIA 2019	6,750	5.11.2019.	110,20	110,95	3,34	3,11	0,00	0,00	235	218
CROATIA 2020	6,625	14.7.2020.	110,90	111,60	3,59	3,40	0,00	0,00	250	238
CROATIA 2021	6,375	24.3.2021.	111,20	111,95	3,66	3,52	0,10	-0,02	251	245
CROATIA 2023	5,500	4.4.2023.	109,30	109,85	3,89	3,80	0,20	-0,03	245	255
CROATIA 2024	6,000	26.1.2026.	112,40	112,90	4,05	3,97	0,30	-0,04	253	266

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Njemačke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
1	0,000	23.8.2017.	100,62	-0,63	-0,02	0,01
2	0,000	14.9.2018.	101,31	-0,64	0,02	-0,02
3	1,000	11.10.2019.	102,82	-0,65	0,01	-0,01
4	0,000	16.10.2020.	103,56	-0,60	0,02	-0,01
5	0,000	8.10.2021.	102,62	-0,51	0,01	0,00
6	2,000	4.9.2022.	112,08	-0,48	-0,06	0,00
7	1,500	15.8.2023.	117,05	-0,42	-0,11	0,01
8	1,750	15.8.2024.	110,57	-0,31	-0,22	0,02
9	0,500	15.8.2025.	110,71	-0,19	-0,22	0,02
10	0,500	15.8.2026.	100,50	-0,05	-0,24	0,02
20	4,750	4.1.2037.	172,66	0,31	-1,47	0,05
30	2,500	15.8.2046.	155,28	0,51	-2,15	0,06

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

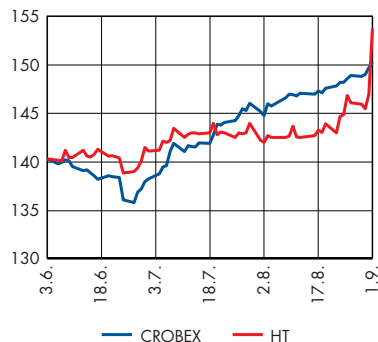
Američke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
2	0,750	31.8.2018.	99,94	0,78	0,15	-0,05
3	0,875	15.8.2019.	99,57	0,90	0,05	-0,11
5	1,375	31.8.2021.	99,72	1,18	0,25	-0,18
10	1,625	15.8.2026.	99,19	1,59	1,56	-0,30
30	2,500	15.8.2046.	99,67	2,27	3,86	-0,44

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

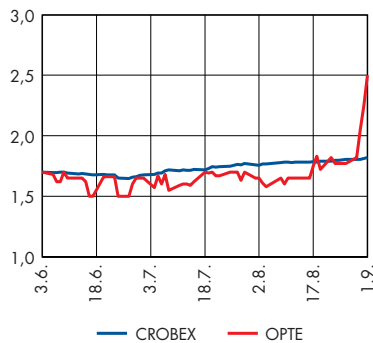
Snažan rast Optima Telekoma i HT-a

Hrvatski Telekom (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Optima Telekom (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Komentar trgovanja

Dionički indeksi CROBEX i CROBEX10 tjedan su zaključili u plusu. Od sastavnica CROBEX-a najveći rast su ostvarile dionice **Optima Telekoma i HT-a**, a najviše je na vrijednosti izgubila dionica **Đuro Đaković Holdinga**. Gledano po sektorima, najveći rast vrijednosti je zabilježio indeks dionica prehrambenog sektora dok su najveće minuse imale dionice građevinskog sektora. Regionalni dionički indeksi su uglavnom zabilježili pozitivne povrate, a rastom je prednjačio češki PX. Redovni dionički promet na Zagrebačkoj burzi bili su znatno viši u odnosu na prethodni tjedan te je ostvareno 8,5 mil. kuna u prosjeku dnevno, a uvjerljivo najveći promet je ostvaren dionicama HT-a.

Objave kompanija

Vlada Republike Hrvatske je donijela Odluku o davanju suglasnosti **Petrokemiji** za kreditno zaduženje u visini 200 mil. kuna kod HBOR-a te Odluku o davanju jamstva HBOR-u za kreditno zaduženje, radi provedbe restrukturiranja i financijske konsolidacije kompanije. **Croatia osiguranje** je izvijestila da je zaprimila odluku slovenske Agencije za zaštitu tržišnog natjecanja temeljem koje se društvu dozvoljava stjecanje udjela u društvu Pozavarovalnica Sava koji je jednak ili veći od kvalificiranog udjela i manji od 20%.

U ovom tjednu

Prema kalendaru isplate dividendi Zagrebačke burze, od utorka, 5. rujna, se dionicama **Leda** počinje trgovati bez prava na dividendu (425,01 kuna po dionici).

Ana Turudić, financijski analitičar

Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	početak god. %	Vrijednost*
2.9.2016.			
PX (CZ)	2,37	-8,67	873
ATX (AT)	1,69	-1,93	2.351
BELEX15 (RS)	1,39	-2,09	631
BUX (HU)	1,35	17,51	28.109
CROBEX (HR)	0,84	7,93	1.824
NTX (SEE,CE,EE)	0,40	-3,36	927
MICEX (RU)	0,39	13,61	2.001
BETI (RO)	0,13	-0,15	6.994
SBITOP (SI)	-0,10	5,38	734
WIG30 (PL)	-0,13	-2,28	2.028
SASX10 (BH)	-0,14	-1,40	689
SOFIX (BG)	-0,40	2,38	472

* zabilježeno u 16:30. Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rast/pad – CROBEX indeks

Dionica	1 tj. %	Cijena*	Dionica	1 tj. %	Cijena*
2.9.2016.					
OT-Optima T.	29,38	2	Ledo	-0,47	10.650
HT	5,92	155	Valamar Riviera	-0,69	29
Ericsson NT	5,43	1.096	Maistra	-0,99	232
AD Plastik	4,54	124	Podravka	-1,92	358
Belje	4,45	23	Zagrebačka Banka	-2,14	41
Tankerska NG	2,83	72	Ingra	-3,19	2
Ina	2,37	3.025	Luka Rijeka	-3,68	47
Kraš	1,92	525	Arenaturist	-3,87	392
Končar El	0,75	675	Atlantska Plov.	-4,24	174
Atlantic Grupa	0,72	822	Varteks	-4,95	17
Dalekovod	0,62	13	Đuro Đaković Holding	-8,32	49
Adris Grupa (P)	0,47	406			

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

Raiffeisen istraživanja

Ekonomska istraživanja

mr. sc. 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
 Tomislava Ujević, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 606, e-adresa: tomlava.ujevic@rba.hr

Financijsko savjetovanje

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

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

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

Urednik

mr.sc. Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih istraživanja

Kratice

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

Grafička priprema

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

Nakladnik

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

Publikacija je dovršena 2. rujna 2016.

Publikacija odobrena od strane urednika: 5. rujna 2016. godine u 08:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 5. rujna 2016. godine u 08:15 sati

Izjava o odricanju odgovornosti

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 i Financijsko savjetovanje su organizacijske jedinice RBA.

Nadzorno tijelo: Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Miramarska 24b, 10 000 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. Ulagачima se savjetuje da stupe u kontakt s ovlaštenim investicijskim savjetnikom za pojedinačna objašnjenja i savjete.

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

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

RBA objavljuje analize i vrednovanja financijskih instrumenata samostalno i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") te Raiffeisen Zentralbank AG, Austria ("RZB") 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 15% (20% za dionice s visokim rizikom volatilnosti/ 10% za dionice s niskim 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 15% (do 20% za dionice s visokim rizikom volatilnosti/ do 10% za dionice s niskim rizikom volatilnosti) u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

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

"Prodati"/(Sell): za dionice za koje očekujemo negativni povrat od preko -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

Ciljane cijene se temelje na izračunatoj fer vrijednosti dobivenoj pomoću metode usporednog vrednovanja ("peer" analize) i/ili metodom diskontiranog novčanog tijeka (DCF metodom). Detaljna pojašnjenja korištenih metodologija dostupna su na:

<https://www.rcb.at/en/the-bank/business-segments/cr/concept-and-methods/>

Prilikom objave analize, preporuka je određena koristeći gore definirane raspone. Privremena odstupanja od gore navedenih raspona ne dovode do automatske promjene preporuke nego će preporuka biti stavljena u razmatranje.

Mišljenja glede kretanja kamatnih stopa na tržištu novca Republike Hrvatske 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.

Pregled Raiffeisen preporuka:

	Kupiti	Držati	Smanjiti	Prodati	Ukinuto	Pod razmatranjem
Broj preporuka	2	5	0	0	0	0
% svih preporuka	29%	72%	0%	0%	0%	0%
Usluge invest. bankarstva	0	2	0	0	0	0
% svih usl. invest. bankar.	0%	29%	0%	0%	0%	0%

Popis povijesnih preporuka za dionička tržišta, kamatne stope tržišta novca RH, hrvatske obveznice izdane na lokalnom tržištu i ostale preporuke dostupan je na linku: <http://www.rba.hr/istrazivanja/povijest-preporuka>

Napominjemo da RBA, s njom povezana društva i zaposlenici ili članovi organa upravljanja, kao i osobe koje su sudjelovale u izradi ove publikacije te s njima povezane osobe drže ili trguju financijskim instrumentima u iznosima koji premašuju 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja ili posluju sa subjektima iz sektora na koje se ova publikacija odnosi. Međutim, RBA je primjenom mjera zaštite povjerljivosti i sprečavanja sukoba interesa u razumnoj mjeri osigurala da takva okolnost ni na koji način nije utjecala na bilo što navedeno u ovoj publikaciji.

RBA je dio grupacije RBI. RBI je poslovna investicijska banka i ima sjedište u Austriji. Već 25 godina RBI djeluje u Srednjoj i Istočnoj Europi (SIE regiji) gdje ima mrežu banaka podružnica, leasing društava i brojnih drugih društava koja pružaju financijske usluge na 17 tržišta. Kao rezultat ovog položaja u Austriji i SIE regiji, RBI je uspostavio odnose i proširio ih u nekim slučajevima s kompanijama u sljedećim sektorima: nafta&plin, tehnologije, energija, nekretnine, telekomunikacije, financijske usluge, osnovni materijali, ciklični i ne-ciklični potrošački proizvodi, briga o zdravlju i industrija. RBI i/ili njegova povezana društva provodili su transakcije u vezi s proizvodima i uslugama (uključujući, ali ne isključivo, usluge investicijskog bankarstva) s izdavateljem iz analize, u proteklih 12 mjeseci. RBI i povezana društva uspostavili su organizacijske mjere koje su potrebne s pravnog stajališta i stajališta nadzora, a čije poštivanje prati Sukladnost (Compliance). Na sukobe interesa primjenjuju se pravna, fizička i druga ograničenja (koja se zajednički nazivaju "Kineski zidovi"), a njihova je svrha je ograničiti protok informacija između poslovnog područja/organizacijske jedinice unutar RBI, RBA, RCB, RZB 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 više od 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja.
2. Izdavatelj posjeduje više od 5% udjela u temeljnom kapitalu RBA ili bilo kojem povezanom društvu.
3. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije ima značajne financijske interese u odnosu na izdavatelja.
4. RBA ili bilo koje povezano društvo djeluje kao održavatelj tržišta (ili specijalist) ili drugi održavatelj likvidnosti za vrijednosne papire izdavatelja, kada je to primjenjivo.
5. RBA ili bilo koje povezano društvo je bilo tijekom prethodnih dvanaest mjeseci glavni voditelj ili suvoditelj postupka bilo koje objavljene ponude vrijednosnih papira izdavatelja u smislu usluge provedbe ponude odnosno prodaje vrijednosnih papira izdavatelja sa i bez obveze otkupa, kada je to primjenjivo.
6. RBA ili bilo koje povezano društvo je u bilo kojem drugom sporazumu s izdavateljem koji se odnosi na pružanje usluga investicijskog bankarstva, osim ako bi to značilo objavljivanje povjerljivih poslovnih informacija i da je sporazum bio na snazi prethodnih dvanaest mjeseci ili je tijekom istog razdoblja doveo do plaćanja naknade ili obećanja da će naknada biti plaćena, kada je to primjenjivo.
7. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je stranka sporazuma s izdavateljem koji se odnosi na izradu preporuke, kada je to primjenjivo.
8. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje vrijednosne papire izdavatelja koje je analizirao.
9. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je u Nadzornom odboru/Odboru direktora izdavatelja čije je poslovanje analizirao.
10. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je primio ili stekao vrijednosni papir izdavatelja prije javne ponude izdanja. U tom slučaju zahtijeva se pred-odobrenje transakcije s istaknutim datumom i kupovnom ili prodajnom cijenom.
11. Kompenzacija analitičara ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je povezana s davanjem usluga investicijskih usluga od strane RBA ili bilo kojeg povezanog društva.

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

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

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

Zaposlenik RBA koji nije sudjelovao u izradi, ali koji je imao pristup ovoj publikaciji prije njezine distribucije, nema značajan financijski interes u jednom ili više financijskih instrumenata izdavatelja koji su predmetom publikacije. Zaposlenik RBA koji nije sudjelovao u izradi, ali koji je imao pristup publikaciji prije njezine distribucije, nije u sukobu interesa u vezi s izdavateljem koji je predmetom publikacije.

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.