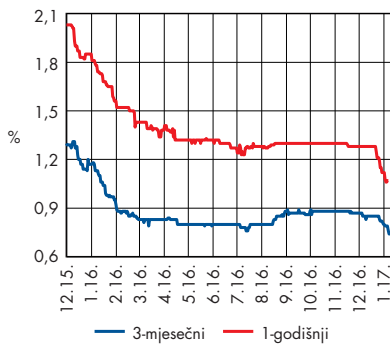


## U iščekivanju objave o inflaciji u 2016. godini

### ZIBOR



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### 5-god. CDS (USD)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Dionički indeksi



Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

- Manjak u robnoj razmjeni RH s inozemstvom u prvih deset mjeseci produbljen je na 6,2 mlrd. eura što predstavlja pogoršanje za 4,2% na godišnjoj razini. (str. 2)
- U 2016. proizvođačke cijene su prosječno pale za 4,1% godišnje potvrđujući deflacijski trend i treću godinu zaredom. (str. 2)
- Tjedan iza nas na inozemnim deviznim tržištima obilježio je slabiji dolar u odnosu na euro.
- Domaće devizno tržište obilježeno je iznadočekivanim jačanjem kune u odnosu na euro. (str. 3)
- Obzirom na pad prinosa tijekom posljednjih aukcija trezorskih zapisa, kunska obveznica dospjeća 2018. postaje relativno atraktivnija za investitore obzirom na viši povrat koji nosi u odnosu na trezorske zapise sličnog dospjeća. (str. 4)
- Na dan objave Hrvatskog Telekom da će preuzeti većinski paket dionica Crnogorskog Telekom, dionica Hrvatskog Telekom je porasla za 5,2%. (str. 6)

### Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja

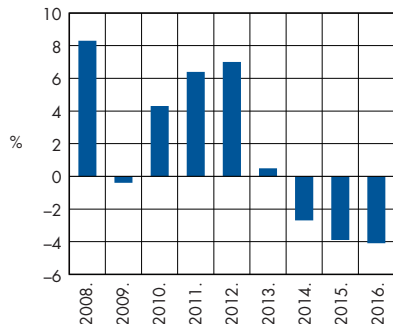
pokazatelj	razdoblje	
BDP, % godišnja promjena, realno	Q3/2016.	2,9
Industrijska proizvodnja, % (impj)	XI./2016.	7,1
Potrošačke cijene, % (impj)	XI./2016.	-0,2
Cijene proizvođača*, % (impj)	X./2016.	-0,1
Trgovina na malo, % (impj), realno	XI./2016.	2,7
Noćenja turista, % (impj)	XI./2016.	19,6
Saldo kons. opće države, mil. kn**	I-IX 2016.	1.334
Prosječna mjesečna neto plaća, u kn	X./2016.	5.642
Stopa nezaposlenosti, %	XI./2016.	14,4
Broj registriranih nezaposlenih	XII./2016.	236.617
Izvoz roba, milijuni EUR	X./2016.	1.116
Uvoz roba, milijuni EUR	X./2016.	1.609
Saldo tek. računa pl. bilance, mil. EUR	Q3/2016.	3.344,7
Vanjski dug, milijuni EUR, kr	IX./2016.	42.430
Međunarodne pričuve, mil. EUR	IX./2016.	13.971
Ukupni krediti, mil. kn, (kr)	XI./2016.	260.759
Depoziti kod banaka, mil. kn, (kr)	XI./2016.	207.865
Prosječan tečaj EUR/HRK	XI./2016.	7,53
Prosječan tečaj CHF/HRK	XI./2016.	7,00

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

Izvori: DZS, HNB, Min. financija, HZZ

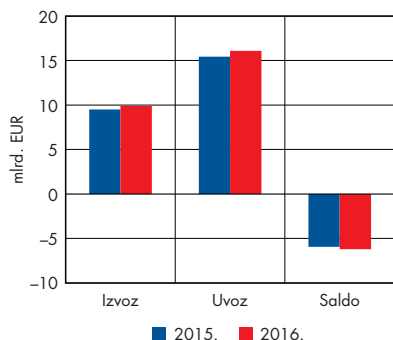
## U 2016. prosječan godišnji pad proizvođačkih cijena 4,1%

### Proizvođačke cijene, godišnja promjena\*



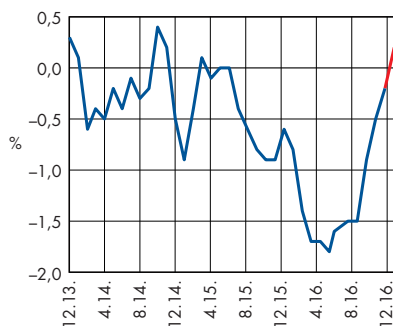
\*na domaćem tržištu  
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Robna razmjena u prvih 10 mjeseci



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Potrošačke cijene, god. promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prošlotjedna DZS-ova objava o **proizvođačkim cijenama** pokazala je značajno usporevanje pada cijena na domaćem tržištu koje su u prosincu prošle godine za 0,1% niže u odnosu na isto razdoblje 2015. Potonje je dobrim dijelom posljedica rasta cijena u kategoriji energije koje su po prvi puta od travnja 2013. zabilježile pozitivnu godišnju stopu rasta od 1,3%. U istom promatranom mjesecu, zabilježen je rast proizvođačkih cijena na mjesečnoj razini za 1,7%. Ujedno je s podacima za prosinac zaokružena statistika proizvođačkih cijena na razini cijele 2016. godine čime je i treću godinu zaredom potvrđen trend deflatorskih kretanja koji na godišnjoj razini neprekidno traje od kolovoza 2013. godine. Proizvođačke cijene su tako na razini 2016. zabilježile prosječan pad od 4,1% u odnosu na 2015. godinu.

Polagani i blagi oporavak cijena na svjetskih robnim tržištima (prije svega sirove nafte i hrane) trebao bi se preliti i na domaće cijene koje bi se u ovoj godini trebale vratiti k pozitivnim vrijednostima. U prilog navedenim očekivanjima ide i posljednji dogovor (ne)članica OPEC-a glede smanjenja proizvodnih kvota što će utjecati na rast cijena nafte na robnim tržištima koji se zasada očituje u vidljivom usporevanju negativnih stopa inflacije. Potonje bi moglo biti potvrđeno i s nadolazećom DZS-ovom objavom o kretanju **potrošačkih cijena** u prosincu (koja je na rasporedu današnjih objava).

Prošlog tjedna objavljeni su i podaci o **robnoj razmjeni** u listopadu koji su potvrdili godišnje pogoršanje robnog deficita promatrano u kumulativnom razdoblju od prvih deset mjeseci. Naime, od siječnja do listopada 2016. godine vrijednost robnog izvoza porasla je za 4,3% godišnje (na 9,9 mlrd. eura) dok je istovremeno uvoz zabilježio stopu godišnjeg rasta od 4,2% (dosegnuvši 16,1 mlrd. eura). Posljedično, manjak u robnoj razmjeni RH s inozemstvom u prvih deset mjeseci produbljen je na 6,2 mlrd. eura što predstavlja pogoršanje za 4,2% na godišnjoj razini, ukazujući na i dalje visoku uvoznost izvoza. Posljedično pokrivenost uvoza izvozom iznosila je 61,5% zadržavajući se otprilike na razini iz istog razdoblja 2015.

Bez obzira na solidne stope rasta hrvatskog izvoza očigledno je da manjak u robnoj razmjeni i dalje ostaje pod snažnim utjecajem istovremenog povećanja robnog uvoza ukazujući na visoku uvoznost cjelokupnog hrvatskog gospodarstva. Osim toga, u skladu s prethodno spomenutim podacima o kretanju inflacije (koji ukazuju na usporevanje deflatorskih trendova) jačat će i negativan učinak na deficitarni saldo u robnoj razmjeni. Drugim riječima, tijekom posljednje tri godine, deflacijska kretanja (predvođena padom cijena nafte na svjetskim robnim tržištima) donijela su pozitivan doprinos na kretanje vanjskotrgovinskog salda obzirom da je Hrvatska neto-uvoznik energenata. S iščezavanjem negativnih stopa inflacije (štoviše, u ovoj godini se predviđa povratak inflacije u pozitivan teritorij), vrijednost robnog uvoza mogla bi biti značajno veća, time donoseći negativan učinak na visinu vanjskotrgovinskog deficita.

Tomislava Ujević

## Apresiasija domaće valute

### Događanja na međunarodnom tržištu

I dok se na samom početku godine tržišni tečaj EUR/USD spustio na najnižu razinu od početka 2003. (1,034 dolara za euro) prošli je tjedan zabilježeno jačanje eura u odnosu na dolar do razina i iznad 1,06 dolara za euro. Ne smatramo da je jačanje dolara došlo do svog kraja. Prema našim očekivanjima i u ovoj godini kretanje EUR/USD i dalje će biti determinirano kretanjem prinosa dvogodišnjih obveznica SAD-a i Njemačke. S obzirom na monetarnu politiku ESB-a ne vidimo bilo kakav prostor za povećanje prinosa na dvogodišnje njemačke državne obveznice u narednom razdoblju. S druge strane, najavljeno podizanje kamatne stope FED-a u ovoj godini tržište još uvijek nije u potpunosti ugradilo u svoja očekivanja što, uz porast stope inflacije u narednim mjesecima, još uvijek ostavlja prostor za daljnje povećanje prinosa na dvogodišnje američke državne obveznice. Stoga očekujemo da će se aprecijacijski pritisci na američku valutu zadržati do sredine 2017. godine.

### Događanja na domaćem tržištu

Nakon relativno snažnih deprecijacijskih pritisaka na kunu u odnosu na euro na samom početku godine, iznenadna i neočekivana ponuda eura od strane institucionalnih investitora podržala je jačanje domaće valute i gurnula tržišni tečaj EUR/HRK prema nižim razinama. Na samom kraju tjedna EUR/HRK se spustio do razina od oko 7,52 kuna za euro.

Kao posljedica deviznih intervencija krajem prošle godine te isplate mirovina, na domaćem tržištu novca razina likvidnosti u sustavu dosegla je 16,8 milijardi kuna. Obzirom da se radi o iznimno visokoj razini likvidnosti, tržišne kamatne stope na novčanom tržištu zabilježile su blagu korekciju duž krivulje prinosa.

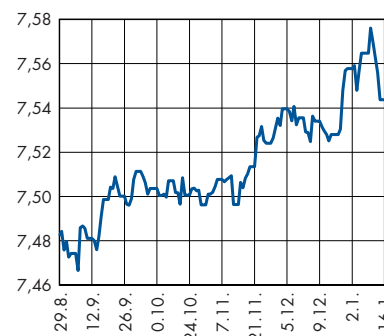
### Očekivanja

Kretanja na domaćem deviznom tržištu u tjednu pred nama trebala bi se polako stabilizirati. Trgovanje vidimo u rasponu između 7,52 i 7,55 kuna za euro.

Na tržištu novca očekujemo nastavak slabije potražnje za kunama i zadržavanje kamata na niskim razinama.

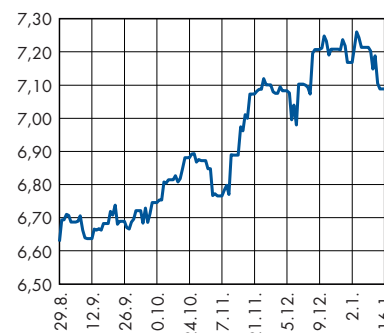
Elizabeta Sabolek Resanović

### EUR/HRK\*



\* srednji tečaj HNB-a  
Izvor: HNB

### USD/HRK\*



\* srednji tečaj HNB-a  
Izvor: HNB

### Očekivanja kretanja tečaja

#### EUR/HRK za 3. tjedan siječnja

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*	3.17.	6.17.	9.17.
EUR/USD	1,06	1,07	1,02	1,05
EUR/CHF	1,07	1,10	1,10	1,12
EUR/GBP	0,88	0,90	0,92	0,90
EUR/HRK	7,52	7,55	7,47	7,50

\* Na dan 13. siječnja u 15:30  
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

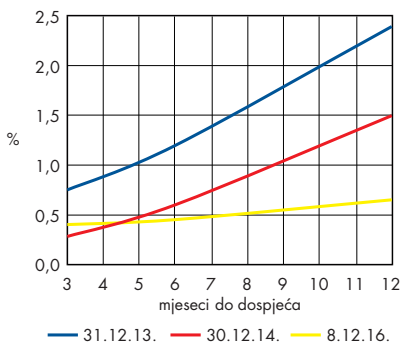
### Srednji tečaj HNB

Valuta	Promjena srednjeg tečaja HNB-a u odnosu na:									
	Zadnji tečaj	31.12.2016.			31.12.2015.			31.12.2014.		
	16.1.2017.	Tečaj	%	Tečaj	%	Tečaj	%	Tečaj	%	
EUR	7,5437	7,5578	↓ -0,19	7,6350	↓ -1,20	7,6615	↓ -1,54			
USD	7,0880	7,1685	↓ -1,12	6,9918	↑ 1,38	6,3021	↑ 12,47			
GBP	8,6600	8,8158	↓ -1,77	10,3610	↓ -16,42	9,7848	↓ -11,50			
CHF	7,0318	7,0357	↓ -0,06	7,0597	↓ -0,40	6,3681	↑ 10,42			

Izvor: HNB

## Blagi rast cijena hrvatskih euroobveznica

### Krivulja prinosa – kratkoročna, kune

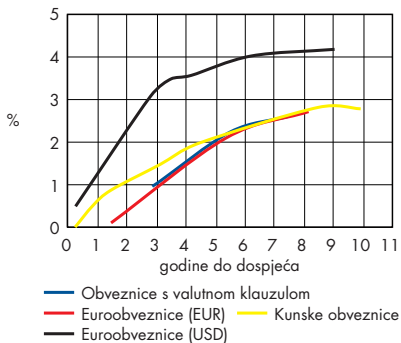


Izvor: Ministarstvo financija

### Inozemno tržište

Nakon blagdansskog zatišja polako se vraća živost na međunarodna obveznička tržišta. Reakcije i očekivanja o daljnjim potezima novog američkog predsjednika D. Trumpa i dalje zadržavaju pažnju investicijskih sudionika. Financijska tržišta su u poziciji da u cijene vrijednosnica ugrađuju ne samo trenutne okolnosti već i buduća događanja što posljedično uzrokuje nervozu i neizvjesnost na tržištima. Ono što tržišni igrači najviše žele čuti ovih dana je više detalja o gospodarskim i političkim planovima D. Trumpa koji opetovano stavlja naglasak na ekspanzivnije mjere u okviru fiskalne politike koje bi trebala generirati snažniji gospodarski rast. Nakon prošlotjedne konferencije za novinare, ističući povratak industrije na američko tlo, D. Trump nije iznio dodatne detalje svog programa. Obveznička tržišta reagirala su rastom cijena te se prinos na desetogodišnji *Treasury* spustio do 2,35%.

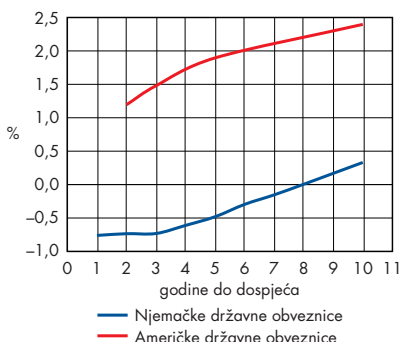
### Krivulje prinosa – obveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

S naše strane Atlantika, u fokusu ovog tjedna je sastanak ESB-a. Nakon što je u prosincu donesena odluka o zadržavanju kamatnih stopa na postojećim razinama uz najavljeno postupno smanjivanje mjesečne razine otkupa obveznica na 60 mlrd. eura (počevši od travnja ove godine) pri čemu je trajanje programa kupnje produljeno je do kraja 2017. na ovoj tjednom sastanku ne očekujemo značajnije odluke. Istovremeno, ESB je naglasila kako ukoliko gospodarski ili financijski uvjeti postanu manje povoljni ili ne bude vidljiv napredak prema ciljanoj stopi inflacije namjerava ponovo povećati program u smislu veličine i trajanja u sklopu QE programa. Drugim riječima, izvjestan nagli prekid programa nije izvjestan ni na kraju ove godine. Iz trenutne perspektive čini se vjerojatnim kako će ekonomski pokazatelji za kraj 2017. pružiti ESB-u dovoljno argumenata za početak izlaska iz programa otkupa obveznica. Što se tiče prinosa na državne obveznice, uslijed stalno rastućeg viška likvidnosti u bankovnom sustavu gotovo i ne postoji potencijal za rast prinosa na kratkoročne njemačke obveznice. S druge strane, u nadolazećim mjesecima očekujemo blagi rast prinosa na duljem kraju njemačke krivulje prinosa podržan očekivanjima o rastu inflatornih pritisaka.

### Krivulje prinosa



Izvor: Bloomberg

Hrvatske euroobveznice uz blagi rast cijena koji je bio nešto izraženiji na dolarskim izdanjima zabilježile su i sužavanje *spreadova* u odnosu referentna izdanja. Petogodišnja premija rizika (iskazana u dolarskom CDS-u) kreće se na razinama oko 200bb.

### Domaće tržište

Na domaćem obvezničkom tržištu nastavlja se razmjerno mirno trgovanje s potisnutim volumenima trgovanja. Obzirom na pad prinosa tijekom posljednjih aukcija trezorskih zapisa, kunska obveznica dospelja 2018. godine postaje relativno atraktivnija za investitore obzirom na viši povrat koji nosi u odnosu na trezorske zapise sličnog dospelja.

Početkom veljače na naplatu stiže 5,5 mlrd. kuna državne obveznice izdane 2007. godine. U uvjetima plitkog tržišta odnosno nedostatka vrijednosnica na domaćem tržištu očekujemo da će država novim kuskim izdanjem u ovom tromjesečju zadovoljiti već dulje prisutnu izraženu potražnju velikih lokalnih tržišnih sudionika, prvenstveno mirovinskih fondova i banaka za kuskim izdanjima.

Elizabeta Sabolek Resanović

## 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.	111,50	112,50	1,30	0,97	0,00	-0,01	200	140
RHMF-O-203E	6,500	5.3.2020.	115,70	116,70	1,39	1,09	0,10	-0,04	206	147
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	121,00	122,00	2,42	2,25	0,50	-0,09	280	228
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	119,75	121,25	2,81	2,61	1,05	-0,14	291	147
<b>Kunska obveznica</b>										
RHMF-O-172A	4,750	8.2.2017.	100,30	100,40	1,05	-0,15	-0,04	0,11	-	-
RHMF-O-17BA	6,250	25.11.2017.	104,60	105,00	0,96	0,52	0,00	-0,05	-	-
RHMF-O-187A	5,250	10.7.2018.	106,00	106,50	1,21	0,89	0,00	-0,02	-	-
RHMF-O-203A	6,750	5.3.2020.	115,25	116,15	1,75	1,49	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-217A	2,750	8.7.2021.	102,75	103,25	2,11	1,99	0,05	-0,01	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	111,60	112,60	2,95	2,82	0,50	-0,06	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	111,60	112,60	2,90	2,79	0,70	-0,08	-	-

\* 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.	108,30	108,60	0,30	0,12	-0,10	0,03	95	47
CROATIA 2022	3,785	30.5.2022.	108,30	108,90	2,22	2,11	0,40	-0,08	261	208
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	101,60	102,00	2,78	2,72	0,30	-0,04	276	230
CROATIA 2017	6,250	27.4.2017.	101,20	101,70	2,15	0,51	-0,10	0,21	152	97
CROATIA 2019	6,750	5.11.2019.	109,10	109,85	3,34	3,08	0,50	-0,19	192	169
CROATIA 2020	6,625	14.7.2020.	109,60	110,30	3,69	3,48	0,80	-0,24	211	193
CROATIA 2021	6,375	24.3.2021.	110,10	110,85	3,73	3,57	1,10	-0,28	203	191
CROATIA 2023	5,500	4.4.2023.	107,50	108,05	4,12	4,03	1,60	-0,29	205	209
CROATIA 2024	6,000	26.1.2026.	110,50	111,00	4,26	4,18	1,60	-0,25	207	216

\* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

## Njemačke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
1	0,000	15.12.2017.	100,69	-0,76	-0,05	0,04
2	0,000	14.12.2018.	101,41	-0,73	-0,04	0,01
3	0,250	11.10.2019.	102,71	-0,73	-0,03	0,00
4	0,250	16.10.2020.	103,26	-0,61	-0,02	0,00
5	0,000	8.10.2021.	102,29	-0,48	0,00	0,00
6	1,500	4.9.2022.	111,02	-0,29	0,16	-0,03
7	2,000	15.8.2023.	113,54	-0,15	0,27	-0,04
8	1,000	15.8.2024.	103,97	0,01	0,25	-0,03
9	1,000	15.8.2025.	102,96	0,17	0,30	-0,03
10	0,000	15.8.2026.	99,17	0,33	n/a	n/a
20	4,000	4.1.2037.	158,33	0,82	-0,48	0,02
30	2,500	15.8.2046.	135,60	1,09	-1,01	0,03

\* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

## Američke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
2	0,750	31.10.2018.	100,10	1,20	-0,01	0,37
3	1,000	15.11.2019.	99,69	1,48	-0,07	0,48
5	1,250	31.10.2021.	100,48	1,90	1,01	0,54
10	2,000	15.11.2026.	96,52	2,40	-1,11	0,51
30	2,875	15.11.2046.	97,64	3,00	1,83	-0,29

\* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

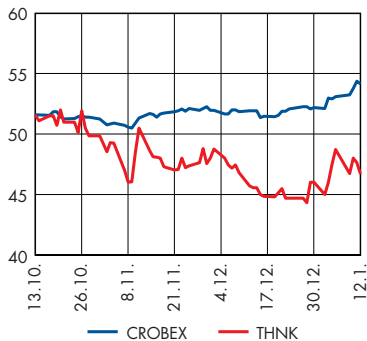
## HT preuzima većinski paket u Crnogorskom Telekomu

### Hrvatski Telekom (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Đuro Đaković Grupa (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Komentar trgovanja

Dionički indeksi Zagrebačke burze, CROBEX i CROBEX10, nastavili su rasti i u drugom tjednu nove godine te su zabilježili rast od 2,2% i 2,4%. Na dan objave Hrvatskog Telekoma da će preuzeti većinski paket dionica Crnogorskog Telekoma od Magyar Telekoma, redovni promet dionicama na Zagrebačkoj burzi je dosegno neobično visokih 21,5 mil. kuna, a dionica Hrvatskog Telekoma je porasla za 5,2%. Dionice HT-a su bile i najtrgovanije po prometu – ukupno 12,4 mil. kuna u redovnim i blok transakcijama tijekom tjedna. Redovni promet dionicama iznosio je 11 mil. kuna dnevno, u prosjeku. Najveći rast cijene među sastavnicama CROBEX indeksa imale su dionice **Valamar Riviere**, a najviše su pale cijene dionica **Đuro Đaković Grupe**. Tako se i među sektorskim indeksima rastom istaknuo indeks CROBEXturist, a padom je predvodio indeks CROBEXtransport. Regionalni dionički indeksi su u tjednu iza nas zabilježili mješovita kretanja.

### Objave kompanija

Vijest tjedna je svakako bilo preuzimanje 76,53% udjela u Crnogorskom Telekomu od strane **Hrvatskog Telekoma**. Iznos transakcije je 123,5 mil. eura, a zaključenje transakcije se očekuje do kraja siječnja. **Janaf** je s NIS-om u vlasništvu Gazpromnefta sklopio ugovor o transportu i skladištenju nafte i naftnih derivata u 2017. godini na terminalima Sisak i Omišalj. Nadalje, **Đuro Đaković Grupa** je kao glavni izvođač u konzorciju dobila posao izgradnje spremnika za naftne derivate za Janaf na Terminalu Omišalj u vrijednosti 15,5 mil. kuna. Osim toga, za 17. siječnja je najavljena sjednica Nadzornog odbora Đuro Đaković Grupe na kojoj će se razmatrati povećanje temeljnog kapitala izdavanjem novih dionica.

### U ovom tjednu

U ovom tjednu na Zagrebačkoj burzi očekujemo ipak nešto mirnije trgovanje.

Nada Harambašić Nereau

### Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	početak god. %	Vrijednost*
<b>13.1.2017.</b>			
CROBEX (HR)	2,25	4,07	2.076
WIG30 (PL)	1,75	3,87	2.330
SOFIX (BG)	1,71	2,68	602
SBITOP (SI)	0,95	2,54	736
BUX (HU)	0,11	2,78	32.894
NTX (SEE,CE,EE)	0,00	3,23	1.044
BELEX15 (RS)	-0,36	-0,70	712
PX (CZ)	-0,63	1,08	932
ATX (AT)	-0,69	2,26	2.678
MICEX (RU)	-0,98	-1,81	2.192
BETI (RO)	-0,99	0,89	7.148
SASX10 (BH)	-1,18	-1,30	682

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

### Rast/pad – CROBEX indeks

Dionica	1 tj. %	Cijena*	Dionica	1 tj. %	Cijena*
<b>13.1.2017.</b>			<b>13.1.2017.</b>		
Valamar Riviera	7,83	39	Adris Grupa (P)	0,84	468
Ericsson NT	7,74	1.279	Imperial	0,61	830
OT-Optima T.	5,62	3	Dalekovod	0,29	14
Zagrebačka Banka	4,80	60	Luka Rijeka	0,02	49
Arenaturist	4,44	516	Kraš	0,00	540
HT	3,61	173	Atlantska Plov.	-0,13	292
Atlantic Grupa	3,56	910	Podravka	-0,84	379
Tankerska NG	2,00	77	Ingra	-1,28	3
Belje	1,73	25	Ledo	-1,77	10.805
AD Plastik	1,64	140	Luka Ploče	-3,08	561
Varteks	1,38	17	Uljanik Plovidba	-4,21	159
Končar El	1,00	710	Đuro Đaković Grupa	-5,56	46

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

## Kalendar aktivnosti objava za razdoblje od 16. do 20. siječnja 2017.

CET	Zemlja	Podatak (za razdoblje)
<b>16. siječanj</b>		
11:00	Hrvatska	Potrošačke cijene (12/2016)
11:00	EMU	Robna razmjena s inozemstvom (11/16)
<b>17. siječanj</b>		
11:00	EMU	ZEW indeks poslovnih očekivanja (01/17)
14:30	SAD	Empire Manufacturing indeks (01/17)
<b>18. siječanj</b>		
11:00	EMU	Output u građevinskom sektoru (11/16)
11:00	EMU	Potrošačke cijene (12/2016)*
14:30	SAD	Potrošačke cijene (12/2016)
15:15	SAD	Industrijska proizvodnja (12/16)
15:15	SAD	Iskorištenost kapaciteta (12/16)
<b>19. siječanj</b>		
10:00	EMU	Tekući račun bilance plaćanja (11/16)
13:45	EMU	ESB odluka o referentnoj kamatnoj stopi
14:30	SAD	Započete gradnje stambenih objekata (12/16)
14:30	SAD	Zahitjevi za naknade za nezaposlene
14:30	SAD	Zahitjevi za naknade za novonezaposlene
<b>20. siječanj</b>		
8:00	Njemačka	Proizvođačke cijene (12/2016)

\* konačni podaci

# 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: tomislava.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)	pp – postotni poeni
CERP – Centar za restrukturiranje i prodaju	HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj	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

## 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

Publikacija je dovršena 13. siječnja 2017.

Publikacija odobrena od strane urednika: 16. siječnja 2017. godine u 08:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 16. siječnja 2017. godine u 08:15 sati



## Izjava o odricanju odgovornosti

Izdavatelj publikacije: Raiffeisenbank Austria d.d. Magazinska cesta 69, 10000 Zagreb, Hrvatska ("RBA"). RBA je kreditna institucija osnovana u skladu sa odredbama Zakona o kreditnim institucijama.

Ekonomska istraživanja i Financijsko savjetovanje su organizacijske jedinice RBA.

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

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

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

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

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

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

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