



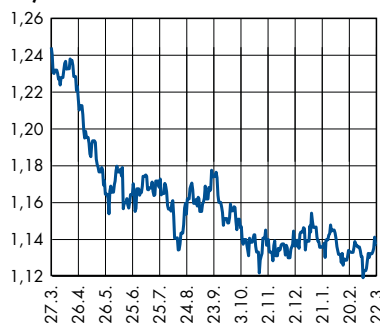
Kreditni rejting Republike Hrvatske*

	Dugoročno zaduživanje			
	Strana valuta		Domaća valuta	
	Ocj.	Trend	Ocj.	Trend
Fitch Ratings	BB+	Pozitivan	BB+	Pozitivan
Moody's	Ba2	Stabilan	Ba2	Stabilan
Standard & Poor's	BBB-	Pozitivan	BBB-	Stabilan

* na dan 22. ožujka 2019.

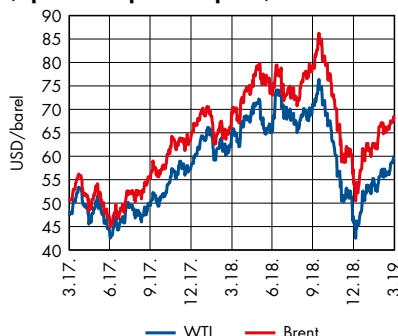
Izvori: HNB, fitchratings, Raiffeisen istraživanja

EUR/USD



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Cijene sirove nafte (isporuka sljedeći mjesec)



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

■ U petak je rejting agencija S&P povećala rejting Hrvatske za dugoročno zaduživanje u domaćoj i stranoj valuti s BB+ na BBB- vrativši Hrvatsku ponovno u društvo zemalja s investicijskim rejtingom. (str. 2)

■ Fokus ovoga tjedna biti će na objavi podataka o platnoj bilanci u 2018. Na razini cijele 2018. višak na tekućem računu mogao iznositi 2,2% BDP-a, u odnosu na 4,0% BDP-a u 2017. godini. (str. 2)

■ Zaokret u monetarnoj politici FED-a koji je najavio kako u ovoj godini više neće podizati kamatne stope, ali i događanja oko Brexita utjecala su na pad prinosa na obvezničkim tržištima s obje strane Atlantika. Prinos na njemačku desetogodišnju obveznicu spustio se na samom kraju tjedna u negativan teritorij. (str. 3)

Objave ekonomskih pokazatelja

Pokazatelj	Vrijeme objave	Prognoza (RBI/RBA)	Konsenzus	Posljednja vrijednost
Hrvatska				
27.3. Stopa nezaposlenosti (Velj)	11:00	10,1%	–	10,3%
29.3. Industrijska proizvodnja, god.promjena (Velj)	11:00	3,0%	–	4,7%
29.3. Trgovina na malo, god.realna promjena (Velj)	11:00	4,5%	–	1,3%
29.3. Tekući rn bilance plaćanja, udio u BDP-u (2018.)	–	2,2%	–	4,0%
eurozona				
25.3. Njemačka: IFO indeks poslovne klime (Ožu)	10:00	99,4	98,6	98,5
25.3. Njemačka: IFO indeks poslovnih očekivanja (Ožu)	10:00	94,7	94,3	93,8
26.3. Njemačka: GfK povjerenje potrošača (Tra)	8:00	–	10,8	10,8
28.3. eurozona: Ekonomsko povjerenje (Ožu)	11:00	105,7	106,3	106,1
28.3. eurozona: Indikator poslovne klime (Ožu)	11:00	–	0,72	0,69
28.3. eurozona: Povjerenje potrošača (Ožu)*	11:00	–	–	–7,2
28.3. Njemačka: Potrošačke cijene, god.pr.(Ožu)**	14:00	–	1,5%	1,5%
29.3. Njemačka: Nezaposlenost (Ožu)	9:55	4,9%	4,9%	5,0%
29.3. eurozona: Potrošačke cijene, god.pr.(Ožu)	11:00	–	1,5%	1,5%
SAD				
26.3. Započete stambene gradnje (Velj)	13:30	1,259mil.	1,210mil.	1,230mil.
26.3. Izdane građevinske dozvole (Velj)	13:30	1,295mil.	1,320mil.	1,317mil.
26.3. Richmond Fed prerađ. sektora (Ožu)	15:00	–	12	16
27.3. Robna razmjena (Sij)	13:30	–57,7mlrd.	–57,3mlrd.	–59,8mlrd.
28.3. BDP (Q4)	13:30	2,6%	2,4%	2,6%
28.3. Zahtjevi za nezaposlene	13:30	–	–	1,750tis.
28.3. Zahtjevi za novonezaposlene	13:30	–	–	221tis.
29.3. Osobni prihod (Velj)	13:30	–	0,3%	–0,1%
29.3. Osobna potrošnja (Sij)	13:30	0,2%	0,3%	–0,5%
29.3. PCE Deflator, godišnja promjena (Sij)	13:30	1,4%	0,0%	1,7%
29.3. Prodaja novih stambenih objekata (Velj)	14:45	677tis.	622tis.	607tis.
29.3. U.of Mich. poslovna očekivanja (Ožu)	15:00	–	–	89,2
Događanja				
–	–	–	–	–

* konačni podaci; ** preliminarni podaci

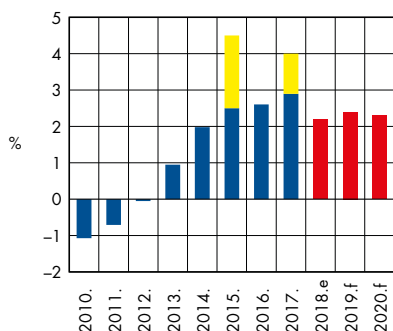
Izvori: www.raiffeisenresearch.com, Bloomberg, DZS, HNB, Min. financija, Zavod za zapošljavanje



S&P podigao kreditni rejting Hrvatske na investicijsku razinu

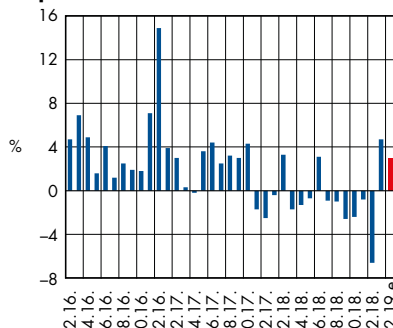
- Nastavak rasta cijena hrvatskih obveznica
- Objava podataka o platnoj bilanci za 2018. u fokusu

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u*



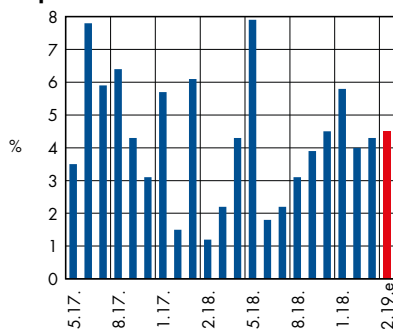
*žuto označava jednokratni utjecaj CHF konverzije u 2015. i Agrokora u 2017.
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Industrijska proizvodnja, godišnja stopa rasta



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Trgovina na malo, realna godišnja stopa rasta



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Nakon što je posljednjih šest godina Hrvatska provela u društvu zemalja s kreditnim rejtingom u kategoriji "smeća" (koja dužničke papire kvalificira kao špekulativno ulaganje) u petak je rejting agencija **S&P** povećala rejting Hrvatske za dugoročno zaduživanje u domaćoj i stranoj valuti s BB+ na BBB- vrativši Hrvatsku ponovno u društvo zemalja s investicijskim rejtingom. Izgledi su promijenjeni iz pozitivnih u stabilne.

Prema obrazloženju podignuta prognoza agencije S&P temelji se na poboljšanoj fiskalnoj poziciji koja je poduprta oporavkom gospodarstva u proteklom razdoblju zahvaljujući domaćoj potražnji oslonjenoj na poticajnom poreznom okruženju, ali i mjerama fiskalne konsolidacije.

Naime, Hrvatsko je gospodarstvo u posljednje vrijeme solidno i uravnoteženo. Rast prati višak na tekućem računu bilance plaćanja, potaknut obilnim priljevom prihoda od turizma, zbog čega je neto vanjski dug smanjen u 2018. na samo 13 posto BDP-a. Proračun opće države bilježi primarni višak od 2015. godine, a u prosjeku je u 2017. i 2018. godini iznosio tri posto BDP-a. Javni je dug iskazan udjelom u BDP-u smanjen za 10 postotnih bodova u razdoblju od 2015. do 2018.

Ocijenjeno je da su rizici vezani za restrukturiranje Agrokora smanjeni, te S&P drži da su time za Hrvatsku smanjeni rizici gospodarske, fiskalne i političke neizvjesnosti. Isto tako smanjeni su mogući rizici za proračun zbog državnih jamstava vezanih za brodogradilište Uljanik.

Rast optimizma podržava i rast cijena hrvatskih obveznica koje su nastavile rast pri čemu su ponovno prednjačila eurska izdanja.

Obilježje mirnog tjedna potvrdio je i izostanak bitnijih događanja na domaćem **deviznom i novčanom tržištu**. EUR/HRK je nastavio oscilirati u uskom rasponu od 7,414 do 7,420 kune za euro pri čemu su slabiji promet deviza kao i uravnotežena ponuda i potražnja pridonijeli izostanku volatilnosti. Osim najave nove aukcije trezorskih zapisa novčano tržište je i dalje uspavano. Naime, unatoč iznosu stare tranše na dospijeću od samo 414 milijuna kuna, Ministarstvo financija najavilo je novo izdanje 400 milijuna kunskih trezoraca ročnosti godinu dana.

Za razliku od proteklog tjedna, tjedan pred nama bogat je ekonomskim objavama. Sami kraj tjedan rezerviran je za objave podatka iz **platne bilance** na razini prošle godine, trgovine na malo i industrijske proizvodnje za veljaču dok će podaci o stopi nezaposlenosti biti objavljeni u srijedu.

Podaci o kretanju robne razmjene Hrvatske u prošloj godini ukazuju na daljnje produbljivanje manjka na računu roba uz zamjetno niže stope rasta u odnosu na godinu ranije. Naime, zamjetnim usporavanjem stopa rasta i robnog izvoza uz nešto slabije usporavanje uvoza (u 2017. ostvareni rast je iznosio 13,8% od-

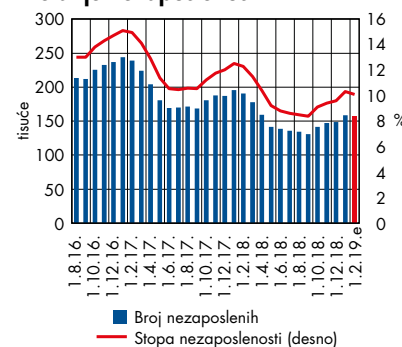
nosno 11,1%) te snažnijim rastom vrijednosti uvoza od izvoza vanjskotrgovinski deficit produbljen je na 9,1 mlrd. eura što predstavlja pogoršanje od 16,1% u odnosu na 2017. Tako je pogoršanje salda robne razmjene nastavljeno četvrtu godinu za redom pri čemu je zabilježena dvoznamenkasta stopa rasta najviša od kada su dostupni podaci (2010.). Nepovoljna kretanja u robnoj razmjeni bit će ublažena nastavkom povoljnih kretanja salda u međunarodnoj razmjeni usluga, ponajviše podržanih rastom prihoda od turističke potrošnje inozemnih gostiju. Ipak, na razini cijele 2018. rast prihoda od turizma vjerojatno će biti sporiji nego u prethodne tri godine. Pozitivna kretanja na tekućem računu bilance plaćanja bit će rezultat i očekivanog rasta neto prihoda od transakcija s proračunom EU te rasta naknada zaposlenima i osobnih transfera iz inozemstva s obzirom na sve izraženije iseljavanje radne snage. Isto tako pozitivan utjecaj trebao bi doći i od intenzivnijeg korištenja sredstava iz fondova EU-a. Stoga bi na razini cijele 2018. višak na tekućem računu mogao iznositi 2,2% BDP-a, u odnosu na 4,0% BDP-a u 2017. godini.

Najavljeni podaci o **stopi nezaposlenosti** trebali bi ukazati na njeno uobičajeno sezonsko smanjenje u veljači. Naime, uz pad broja nezaposlenih na mjesečnoj i na godišnjoj razini (–1,5% odnosno –18%) stopa nezaposlenosti bi se u veljači trebala spustiti na 10,1% (s 10,3% koliko je iznosila u siječnju) odražavajući početak sezonskog zapošljavanja za pripremu turističke (pred)sezone. Niska razina nezaposlenosti, nešto blaži rast zaposlenosti i pritisak na rast plaća zbog manjka radne snage (u nekim djelatnostima) podržavat će nastavak rasta osobne potrošnje. Stoga bi i veljača trebala donijeti nastavak pozitivnih godišnjih stopa rasta **trgovine na malo**. Isto tako, raspoloživi dohodak kućanstava ostaje pod utjecajem skromne stope inflacije i nižih troškova financiranja što uz rastući optimizam, pouzdanje i povjerenje potrošača povoljno utječe na domaću potražnju.

Nakon uglavnom negativnih stopa u 2018. (izuzev veljače i lipnja) u prvom mjesecu ove godine **industrijska proizvodnja** je zabilježila pozitivnu godišnju stopu rasta (4,7%, mjesečno 9,6%). Nastavak pozitivnog niza očekujemo i u veljači iako nešto sporijom dinamikom.

Marijana Cigić

Kretanje nezaposlenosti

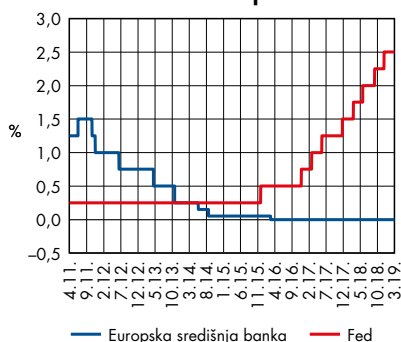


Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

FED završio sa podizanjem kamatnih stopa u ovoj godini

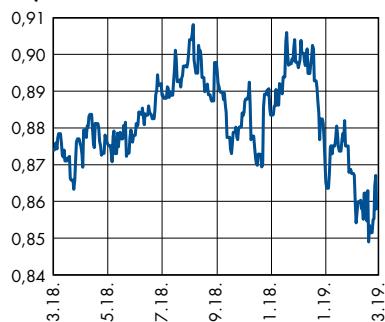
- Pad prinosa
- Ishod Brexita i dalje neizvjestan

Referentne kamatne stope



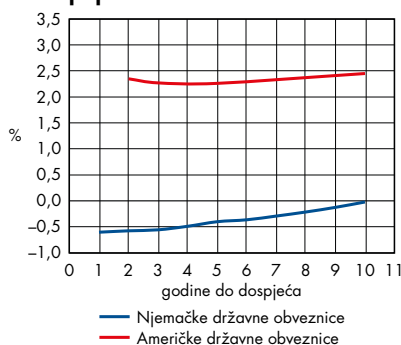
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

EUR/GBP



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Krivulja prinosa



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

U skladu s očekivanjima, članovi FOMC-a su na prošlotjednom sastanku zadržali raspon referentne kamatne stope između 2,25% do . Izjava koja je uslijedila nakon sastanka bila je izraženija od one iz siječnja s značajno opreznijom procjenom ekonomskih kretanja. Američke monetarne vlasti ponovo su naglasile "potrebu za strpljivošću" u procjenama potencijalnih promjena ključnih kamatnih stopa. Kao objašnjenje trenutnog stava "čekati i vidjeti" (eng. *wait and see*) navode razvoj kretanja na financijskim tržištima i u globalnoj ekonomiji. Osim toga, inflatorni pritisci su i dalje umjereni. S posljednjom odlukom o kamatnim stopama FED je samo nastavio retoriku koju je započeo u siječnju pri čemu je ipak dodatno uspio iznenaditi tržišta svojim "dowish" stavovima. Pri tome je predsjednik FED-a J. Powell detaljno objasnio da se gospodarstvo SAD-a primjetno "smirilo" od kraja 2018. godine dok su i dalje, u srednjoročnom razdoblju, prisutni rizici ostvarenja gospodarskih izgleda koji su uključivali Brexit, neriješene trgovinske napetosti između SAD-a i Kine i zamjetno oštrije uvjete na financijskim tržištima. Osim toga, Powell je jače nego ikada prije naglasio da prema njegovom mišljenju ciljana stopa inflacije središnje banke nije postignuta i to se neće promijeniti ove godine. Objavljene su i nove projekcije kretanja kamatnih stopa. Prema njima, većina članova FOMC-a sada smatra kako neće biti više podizanja kamatnih stopa u ovoj godini (u prosincu 2018. još je je većina očekivala dva podizanja u ovoj godini). Dodatno, najavljeno je i kako će od svibnja ove godine FED započeti sa usporavanjem smanjenja svoje bilance spuštanjem gornje granice mjesečne otplate vrijednosnih papira sa 30 mlrd. dolara na 15 mlrd. dolara te će zaustaviti ukupno povlačenje do kraja rujna. Nakon toga Fed će održavati veličinu portfelja "prilično konstantnom određeno vrijeme". Kao reakcija na odluke i izjave Fed-a cijene američkih obveznica su porasle pri čemu se prinos na desetogodišnji Treasury spustio na najnižu razinu u više od godinu dana (2,51%). Pad prinosa (podržan i događanjima oko Brexita) prelio se i na našu stranu Atlantika te se prinos na referentnu njemačku desetogodišnju obveznicu na samom kraju tjedna spustio u negativan teritorij, prvi put od 2016. (-0,02%). Nakon sastanka i izjava J. Powella više ne očekujemo podizanje kamatnih stopa u ovoj godini. Čak i ako se gospodarstvo i tržište rada u narednim tromjesečjima budu kretali snažnije od očekivanih projekcija članova FOMC-a, odluka o kretanju kamatnih stopa neće se mijenjati. U 2020. gospodarsko okruženje bit će još manje pogodno za povećanje kamatnih stopa. Ciklus povećanja stopa koji je započeo u prosincu 2015. tako će vjerojatno biti završen. Sljedeći korak vjerojatno će biti smanjenje kamatnih stopa u 2020. godini. S obzirom na ovu procjenu, više ne očekujemo da će prinos na američke državne obveznice porasti značajno iznad sadašnje razine u narednim mjesecima. Na međunarodnoj političkoj sceni događanja oko Brexita ostala su u fokusu. Na prošlotjednom sastanku u Bruxellesu čelnici EU pristali jednoglasnom odlukom na odgodu izlaska Velike Britanije iz Unije do 22. svibnja ako sporazum o razdruživanju bude potvrđen u britanskom parlamentu, a ako ne bude potvrđen onda bi se V. Britanija do 12. travnja trebala izjasniti želi li održati izbore za Europski parlament ili izići bez sporazuma.

Elizabeta Sabolek Resanović

Državne obveznice na domaćem tržištu

Valutna klauzula	Kupon	Datum dospijanja	Cijena*		Prinos		Promjena**		Spread BUND	Spread EUROSAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
RHMF-O-19BA	5,375	29.11.2019.	103,36	103,66	0,49	0,07	-0,34	0,34	95	64
RHMF-O-203E	6,500	5.3.2020.	105,66	106,06	0,56	0,16	-0,44	0,32	102	71
RHMF-O-222EO	0,500	7.2.2022.	99,76	100,46	0,58	0,34	-0,19	0,07	95	64
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	119,56	120,26	0,58	0,39	-0,14	0,01	108	63
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	123,21	124,11	1,22	1,06	-0,09	0,00	157	71
RHMF-O-327A	3,250	10.7.2032.	103,56	104,56	2,92	2,84	-0,09	0,01	108	64
Kunska obveznica										
RHMF-O-203A	6,750	5.3.2020.	106,20	106,50	0,26	-0,04	-0,40	0,08	-	-
RHMF-O-217A	2,750	8.7.2021.	105,60	106,10	0,31	0,10	-0,10	0,02	-	-
RHMF-O-222A	2,250	7.2.2022.	105,15	105,75	0,45	0,25	0,15	-0,06	-	-
RHMF-O-023A	1,750	27.11.2023.	104,50	105,20	0,77	0,62	0,35	-0,08	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	119,55	120,25	1,26	1,16	0,60	-0,10	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	119,55	120,25	1,56	1,47	0,60	-0,08	-	-
RHMF-O-282A	2,875	7.2.2028.	108,60	109,45	1,82	1,72	0,60	-0,07	-	-
RHMF-O-297A	2,375	9.7.2029.	103,25	104,15	2,02	1,93	0,95	-0,10	-	-

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

Hrvatske euroobveznice

	Kupon	Datum dospijanja	Cijena*		Prinos		Promjena*		Spread BUND	Spread EUROSAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
CROATIA 2022	3,785	30.5.2022.	110,80	111,20	0,46	0,34	0,20	-0,08	97	53
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	110,90	111,50	1,10	1,01	0,60	-0,10	143	94
CROATIA 2027	3,000	20.3.2027.	111,20	111,80	1,50	1,43	1,20	-0,15	171	119
CROATIA 2028	2,700	15.6.2028.	108,30	108,90	1,72	1,65	1,10	-0,13	162	118
CROATIA 2030	2,750	21.1.2030.	107,40	108,00	1,98	1,92	1,30	-0,13	173	136
CROATIA 2019	6,750	5.11.2019.	102,00	102,75	3,47	2,28	-0,10	0,06	93	75
CROATIA 2020	6,625	14.7.2020.	104,30	105,00	3,26	2,73	0,20	-0,20	78	64
CROATIA 2021	6,375	24.3.2021.	105,60	106,35	3,44	3,09	0,30	-0,17	106	96
CROATIA 2023	5,500	4.4.2023.	107,50	108,05	3,49	3,35	0,60	-0,16	117	111
CROATIA 2024	6,000	26.1.2024.	111,10	111,60	3,49	3,39	0,60	-0,14	117	111

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Njemačke državne obveznice

Godina do dospijanja	Kupon	Datum dospijanja	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
1	0,000	13.3.2020.	100,58	-0,60	0,00	-0,01
2	0,000	12.3.2021.	101,14	-0,57	0,03	-0,02
3	0,000	8.4.2022.	101,70	-0,56	0,08	-0,03
4	0,000	14.4.2023.	102,00	-0,49	0,19	-0,05
5	0,000	5.4.2024.	102,03	-0,40	0,27	-0,06
6	0,500	15.2.2025.	105,15	-0,36	0,38	-0,06
7	0,500	15.2.2026.	105,51	-0,29	0,52	-0,07
8	0,250	15.2.2027.	103,68	-0,21	0,66	-0,08
9	0,500	15.2.2028.	105,57	-0,12	0,87	-0,10
10	0,250	15.2.2029.	102,64	-0,02	0,88	-0,09
20	4,250	4.7.2039.	175,35	0,38	3,81	-0,14
30	1,250	15.8.2048.	117,86	0,59	4,43	-0,15

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Američke državne obveznice

Godina do dospijanja	Kupon	Datum dospijanja	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
2	2,500	28.2.2021.	100,28	2,35	0,16	-0,09
3	2,500	15.3.2022.	100,30	2,27	0,34	-0,12
5	2,500	29.2.2024.	100,52	2,26	0,62	-0,13
10	2,625	15.2.2029.	101,52	2,45	1,19	-0,14
30	3,000	15.2.2049.	102,16	2,89	2,38	-0,12

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Raiffeisen istraživanja

Ekonomska i financijska istraživanja

Zrinka Živković Matijević, direktorica; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr

Elizabeta Sabolek Resanović, ekonomski analitičar; tel.: 01/46 95 099, e-adresa: elizabeta.sabolek-resanovic@rba.hr

Marijana Cigić, ekonomski analitičar; tel.: 01/61 74 606, e-adresa: marijana.cigic@rba.hr

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

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

Urednik

Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih i financijskih istraživanja

Grafička priprema

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

Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb

Magazinska cesta 69, 10000 Zagreb

www.rba.hr

tel.: 01/45 66 466

telefaks: 01/48 11 626

Kratice

AZTN – Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja

bb – bazni bodovi

BDP – bruto domaći proizvod

CES – Croatian Employment Service

CERP – Centar za restrukturiranje i prodaju

DZS – Državni zavod za statistiku

ECB – European Central Bank (Europska središnja banka)

EDP – procedura prekomjernog deficita

EFSF – Europski fond za financijsku stabilnost

ESB – European Central Bank (Europska središnja banka)

EK – Europska komisija

EUR – euro

F – konačni podaci

FED – Federal Reserve System (Američka središnja banka)

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj

HICP – harmonizirani indeks potrošačkih cijena

HNB – Hrvatska narodna banka

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje

kn, HRK – kuna

MF – Ministarstvo financija

MMF – Međunarodni monetarni fond

pp – postotni poeni

Q – tromjesečje

QoQ – tromjesečna promjena

RBA – Raiffeisenbank Austria d.d.

SE – središnja Europa

SNA – Sustav nacionalnih računa

TZ – trezorski zapis

UN – Ujedinjeni narodi

USD – dolar

WEF – World Economic Forum (Svjetski gospodarski forum)

Publikacija je dovršena 22. ožujka 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 25. ožujka 2019. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 25. ožujka 2019. godine u 8:15 sati

Izjava o odricanju odgovornosti

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

Ekonomski istraživanja i Financijsko savjetovanje su organizacijske jedinice RBA.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

"Prodati"/(Sell): za dionice za koje očekujemo negativni povrat 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 diskontiranja 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 i kretanja cijena državnih obveznica izdanih u Republici Hrvatskoj temelje se na analizi kretanja tržišnih pokazatelja.

Ova publikacija nije ponuda ili osobna preporuka za kupnju ili prodaju financijskog instrumenta. Informacije iznesene ovdje ne sačinjavaju potpunu analizu svih materijalnih činjenica vezanih za izdavatelja, industriju ili financijski instrument. Ova publikacija može sadržavati očekivanja i izjave u pogledu budućeg razdoblja što uključuje rizike i neizvjesnosti, ali time ne jamči ostvarivanje budućih rezultata u bilo kojem pogledu koje su sukladno tome podložne promjenama. U skladu s tim, nijedno jamstvo ili tvrdnja, iskazana ili implicirana, nisu stvarni i ne treba se oslanjati na pravičnost, točnost, cjelovitost ili ispravnost informacija i mišljenja iznesenih u ovoj publikaciji.

RBA analitičari sudjeluju u izradi redovitih analiza koje objavljuje i distribuira RCB, a tiču se kompanija navedenih u nastavku zajedno s datumom objave inicijalne analize:

– Atlantic Grupa d.d. (8.6.2015.), Hrvatski Telekom d.d. (11.12.2007.), Podravka d.d. (3.3.2003.) i Valamar Riviera d.d. (17.12.2015.).

Pregled Raiffeisen preporuka:

	Kupiti	Držati	Smanjiti	Prodati	Ukinuto	Pod razmatranjem
Broj preporuka	1	3	0	0	0	0
% svih preporuka	25%	75%	0%	0%	0%	0%
Usluge invest. bankarstva	0	0	0	0	0	0
% svih usl. invest. bankar.	0%	0%	0%	0%	0%	0%

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

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

RBA je dio grupacije RBI. RBI je poslovna investicijska banka i ima sjedište u Austriji. Već 25 godina RBI djeluje u Srednjoj i Istočnoj Europi (SIE regiji) gdje ima mrežu banaka podružnica, leasing društava i brojnih drugih društava koja pružaju financijske usluge na 17 tržišta. Kao rezultat ovog položaja u Austriji i SIE regiji, RBI je uspostavio odnose i proširio ih u nekim slučajevima s kompanijama u sljedećim sektorima: nafta&plin, tehnologije, energija, nekretnine, telekomunikacije, financijske usluge, osnovni materijali, ciklični i ne-ciklični potrošački proizvodi, briga o zdravlju i industrija. RBI i/ili njegova povezana društva provodili su transakcije u vezi s proizvodima i uslugama (uključujući, ali ne isključivo, usluge investicijskog bankarstva) s izdavateljem iz analize, u proteklih 12 mjeseci. RBI i povezana društva uspostavili su organizacijske mjere koje su potrebne s pravnog stajališta i stajališta nadzora, a čije poštivanje prati Sukladnost (Compliance). Na sukobe interesa primjenjuju se pravna, fizička i druga ograničenja (koja se zajednički nazivaju "Kineski zidovi"), a njihova je svrha je ograničiti protok informacija između poslovnog područja/organizacijske jedinice unutar RBI, RBA, RCB te ostalih društava unutar grupe. Tako je npr. Investicijsko bankarstvo, koje obuhvaća aktivnosti korporativnog financiranja putem tržišta kapitala, odvojeno fizičkim i drugim barijerama od jedinica trgovanja te jedinica za istraživanje i analizu.

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

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

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

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

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

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

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