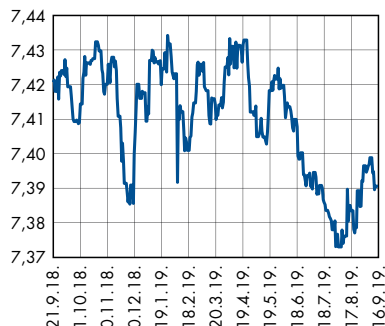


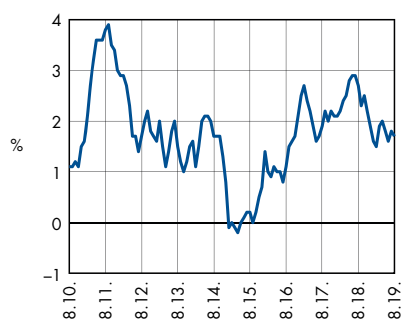


EUR/HRK, srednji tečaj



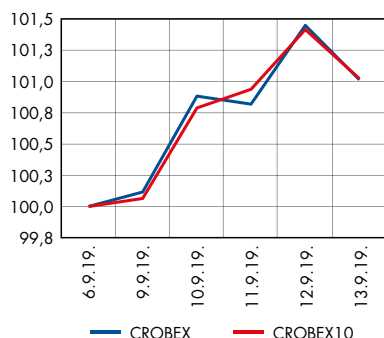
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Indeks potrošačkih cijena u SAD-u



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dionički indeksi



Izvori: ZSE, Raiffeisen istraživanja

■ Uz blagi pad broja osiguranika HZMO- a u kolovozu je na mjesečnoj razini zabilježen i blagi rast broja nezaposlenih osoba registriranih pri HZZ-u. (str. 2)

■ Prema službenoj statistici DZS-a, uz pad turističkih dolazaka za -0,1% u srpnju, noćenja turista bila su niža za 1,5% na godišnjoj razini. (str. 2)

■ ESB se uvođenjem dodatnog spleta mjera monetarnog popuštanja neupitno "obvezala" na ekspanzivnu monetarnu politiku još dulje vremensko razdoblje. (str. 3)

■ Na krilima zamjetno više dinamike trgovanja zaustavljen je negativan niz na tjednoj razini te je ostvaren rast vrijednosti CROBEX-a od 1,0%. (str. 6)

Objave ekonomskih pokazatelja

	Pokazatelj	Vrijeme objave	Prognoza (RBI/RBA)	Konsenzus	Posljednja vrijednost
Hrvatska					
16.9.	Indeks potrošačkih cijena, god. promj. (kol)	11:00	1,1%		1,1%
20.9.	Stopa nezaposlenosti (kol)	11:00	7,3%		7,2%
20.9.	Realne plaće, god.promj. (srp)	11:00			2,8%
eurozona					
17.9.	Njemačka: ZEW očekivanja (ruj)	11:00	-35,0	-37,8	-44,1
17.9.	eurozona: ZEW očekivanja (ruj)	11:00	-32,0		-43,6
18.9.	eurozona: Output u građev. sektoru, mj. promj. (srp)	11:00	-0,7%		0,0%
18.9.	eurozona: Indeks potroš. cijena, god.promj. (kol)*	11:00		1,0%	1,0%
19.9.	eurozona: Tekući račun platne bilance (srp)	10:00			18,4mlrd.
20.9.	Njemačka: Indeks proizv. cijena, god. promj. (kol)	8:00	-7,4		1,1%
20.9.	eurozona: Povjerenje potrošača (ruj)	16:00		-7,1	-7,1
SAD					
16.9.	Empire prerađivačkog sektora (ruj)	14:30		4,0	4,8
17.9.	Industrijska proizvodnja, mj. promj. (kol)	15:15		0,2%	-0,2%
18.9.	Izdane građevinske dozvole (kol)	14:30		1310tis.	1317tis.
18.9.	Započete gradnje stambenih objekata (kol)	14:30		1250tis.	1191tis.
19.9.	Tekući račun platne bilance (2.tr.)	14:30		-126,6mlrd.	-130,4mlrd.
19.9.	Zahtjevi za naknade za novonezaposlene (14. ruj)	14:30			204tis.
19.9.	Zahtjevi za naknade za nezaposlene (7. ruj)	14:30			1670tis.
19.9.	Prodaja postojećih stambenih objekata (kol)	16:00		5,39mil.	5,42mil.
Događanja					
18.9.	FOMC – odluka o kamatnim stopama (gornja granica)	20:00	2,00%	2,00%	2,25%
18.9.	FOMC – odluka o kamatnim stopama (donja granica)	20:00	1,75%	1,75%	2,00%

* konačni podaci; ** preliminarni podaci

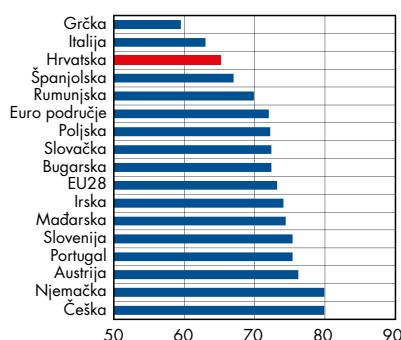
Izvori: www.raiffeisenresearch.com, Bloomberg, DZS, HNB, Min. financija, Zavod za zapošljavanje



Uobičajena sezonska kretanja na tržištu rada

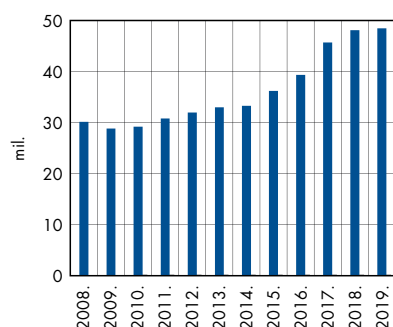
- Rast broja dolazaka i noćenja u hotele i sličan smještaj
- Miran tjedan na financijskim tržištima

Stopa zaposlenosti (20–64 god)



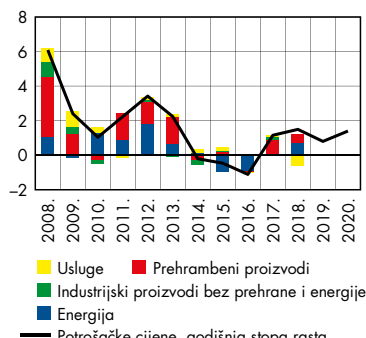
Izvor: Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Broj turističkih noćenja u prvih 7 mjeseci



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Godišnje stope inflacije i doprinosi komponenata inflaciji potrošačkih cijena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Uz **blagi rast broja nezaposlenih** u kolovozu prema evidenciji Hrvatskog zavoda za zapošljavanje sličnu dinamiku pratio je i broj osiguranika gdje je krajem kolovoza pri HZMO-u zabilježeno blago smanjenje u odnosu na mjesec ranije. Krajem kolovoza pri HZMO-u je bilo 1.595.446 prijavljenih osiguranika dok je u istom razdoblju broj nezaposlenih osoba evidentiranih pri HZZ-u iznosio 114.498 osoba. Istovremeno, kod oba pokazatelja nastavljena su pozitivna kretanja na godišnjoj razini. Međutim, iako podaci o nastavku smanjenja broja nezaposlenih osoba naizgled ohrabruju ostaje činjenica kako rast broja zaposlenih ne prati istu dinamiku. Dodatno kretanja na tržištu rada otežava i problem manjka radne snage osobito prisutan u nekim djelatnostima poput ugostiteljstva i građevinarstva koji se pokušava riješiti uvoznim kvotama. Prilagodba obrazovnog sustava potrebama na tržištu rada odnosno usklađivanje ponude i potražnje za radnom snagom te općenito problem ljudskog kapitala ostaju goruća tema i uteg budućem rastu i razvoju Hrvatske. Rast broja osiguranika na godišnjoj razini nastaviti će se i narednih mjeseci pa bi prema ovom pokazatelju porast zaposlenosti mogao iznositi skromnih 2%. Tome u prilog ne idu kretanja u turizmu gdje je već u kolovozu zabilježen (ali i očekivan) izraziti doprinos pada broja osiguranika u Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane kao posljedica sve veće orijentacije na djelatnosti povezane s turizmom odnosno smanjivanja potrebe za zapošljavanjem kako odmiče središnji dio turističke sezone. Iako su, prema podacima iz eVisitor-a, pokazatelji o kretanju fizičkih pokazatelja u turizmu tijekom srpnja ranije poznati, DZS je prošli tjedan objavio i službeni statistiku. Uz blagi pad turističkih dolazaka (-0,1%), noćenja turista bila su 1,5% niža. Najviše noćenja turista u srpnju (57,1%) ostvareno je u sobama, apartmanima i kućama za odmor što je pak 1,4% niže u odnosu na isto razdoblje 2018. Navedeno ne iznenađuje uzimajući u obzir snažan rast privatnog smještaja posljednjih godina. S druge strane ohrabruje podatak o rastu broja dolazaka i noćenja u hotele i sličan smještaj što je svakako rezultat značajnijeg porasta investicijske aktivnosti te kontinuiranog rada na poboljšanju kvalitete smještaja i popratnih sadržaja. Nakon negativnih stopa u srpnju, preliminarni podaci iz eVisitor-a ukazuju na rast fizičkih pokazatelja u kolovozu. Međutim stope rasta ostat će umjerene dok će na razini cijele godine nastavak povoljnih kretanja u turizmu bit podržan snažnijim rastom u pred i po sezoni. Uslužni sektor, prije svega usluge koje se odnose na trgovinu i turizam, i dalje će biti glavni pokretač gospodarskog rasta. Isto tako, rast cijena u tim djelatnostima ostaju i jedan od rijetkih generatora inflatornih pritisaka. Navedeno će vjerojatno biti potvrđeno i **objavom podataka o kretanju potrošačkih cijena u kolovozu** koje je na rasporedu DZS-a na samom početku ovog tjedna. Očekujemo nastavak **potisnutih godišnjih stopa** rasta na razini oko 1%. **Financijska tržišta** ostala su poprilično mirna. Uz sporadični izostanak trgovanja na obvezničkom tržištu, na deviznom tržištu, uravnotežena ponuda i potražnja za devizama zadržavale je tečaj EUR/HRK na razinama oko 7,40. Očekujemo kako će, obzirom na završetak središnjeg dijela turističke sezone pritisci na jačanje kune polako jenjavati dok s dolaskom jesenskih mjeseci očekujemo povratak tečaja prema blago višim razinama, ali i zadržavanje istog ispod 7,45 kuna za euro.

Elizabeta Sabolek Resanović

ESB – novi val monetarnog popuštanja

- Zasedanje Fed-a u fokusu
- Prinosi se nastavljaju kretati na niskim razinama

Europska središnja banka je, u skladu s očekivanjima, usvojila nove mjere za daljnje monetarno popuštanje. Splet mjera uključuje smanjenje depozitne kamatne stope sa $-0,4\%$ na $-0,5\%$, dok su glavna stopa refinanciranja i stopa graničnog refinanciranja ostale nepromijenjene (na $0,0\%$ odnosno $0,25\%$). Nadalje, negativna depozitna kamatna stopa više se neće primjenjivati na sav višak likvidnosti kod središnje banke već će se dio prekomjerne likvidnosti banaka izuzeti od primjene negativne kamatne stope (*tiered deposit rate*) što će naknadno biti detaljnije objavljeno i pojašnjeno. Referentne kamatne stope će ostati na trenutnim ili nižim razinama sve dok se stopa inflacije ne približi ciljanoj razini ESB-a (2%) odnosno dok dinamika temeljne inflacije ne bude dosljedna u skladu s tim kretanjem. Najavljen je i nastavak programa mjesečnog otkupa obveznica (*Asset Purchase Programme*), u prosjeku 20 mlrd. eura mjesečno, počevši od studenog. Očekuje se kako će program otkupa obveznica završiti malo prije nego što ESB namjerava započeti s povećanjem referentnih kamatnih stopa. Kamatna stopa na dugoročne strukturne operacije (TLTRO-III) bit će smanjena za 10bp baznih bodova tako da će ona sada odgovarati prosječnoj glavnoj stopi refinanciranja koja se primjenjuje u razdoblju TLTRO-a. Za banke koje povećavaju svoje volumene zajmova iznad određene referentne vrijednosti kamatna stopa će odgovarati prosječnoj depozitnoj kamatnoj stopi za vrijeme trajanja TLTRO-a. Nadalje, dospijeće TLTRO-a povećava se na tri godine (prethodno 2 godine).

Upravno vijeće naglasilo je kako snažan rast zaposlenosti i istodobno povećanje plaća i dalje podupiru otpornost gospodarstva europodručja. Novi, sveobuhvatan paket mjera monetarne politike trebao bi dati znatan monetarni poticaj kako bi se osiguralo da financijski uvjeti ostanu vrlo povoljni i da podupiru gospodarski rast u europodručju kao i kontinuirano jačanje cjenovnih pritiska.

Izgledi za rast realnog BDP-a i inflacije u 2019. i 2020. revidirani su na niže. Rizici povezani s budućim gospodarskim rastom u europodručju i dalje su negativni i uglavnom se odnose na dugotrajnu neizvjesnost povezanu s geopolitičkim čimbenicima, sve većom opasnošću od protekcionizma i ranjivošću na tržištima u nastajanju. Kao reakcija na sastanak i nove odluke ESB- prinosi na njemačke državne obveznice su pali, a euro je deprecirao u odnosu na dolar.

Neupitno je kako se ESB novim mjerama obvezala na ekspanzivnu monetarnu politiku još dulje vremensko razdoblje. Nadalje, ne može se isključiti mogućnost daljnjeg smanjenja depozitne kamatne stope u narednim mjesecima. U tjednima pred nama očekujemo kako će kamatne stope na novčanom tržištu (Euribor) ostati nepromijenjene. "Stupnjevita" depozitna kamatna stopa (*tiered deposit rate*) neće umanjiti učinak ovog instrumenta na financijsko tržište. S obzirom na dogovoreno sniženje depozitne kamatne stope i nastavak programa otkupa obveznica ne očekujemo značajniji rast prinosa na njemačke državne obveznice ili eurske swap rates u jednogodišnjem horizontu.

Eurozona – ESB projekcije

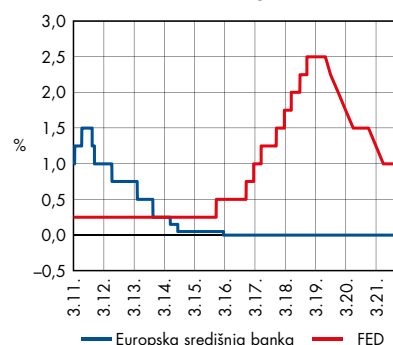
	2019.	2020.	2021.
BDP, god.pro.	1,1%	1,2%	1,4%
HIPC*	1,2	1,0	1,5

EUR/USD

Trenutno	pro. 19	ožu. 20	lip. 20	ruj. 20	pro. 20
1,10	1,11	1,11	1,13	1,15	1,15

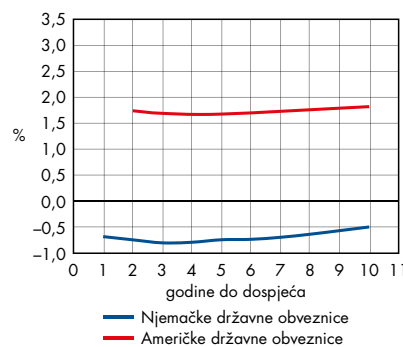
*Harmonizirani indeks potrošačkih cijena
Izvor: ESB, RBI/Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen istraživanja

Referentne kamatne stope



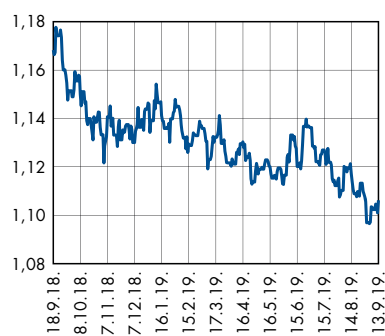
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Krivulje prinosa



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

EUR/USD



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

U ovom tjednu nas očekuje i zasjedanje Fed-a. Smanjenje kamatne stope za 25bb već je sa 90%-tnom vjerojatnošću ugrađeno u cijene *Futures Fed Funds*. Iako još uvijek postoje skeptični glasovi unutar FOMC-a, vjerojatno je da će Fed nastaviti svoj put uzastopnih smanjenja kamatnih stopa do kraja godine. Fed neće ništa postići stavom "wait and see" osobito u uvjetima potisnute inflacije dok, s druge strane, može mnogo toga izgubiti u slučaju neočekivanog snažnijeg silaznog trenda. Do kraja godine još se očekuju dva dodatna smanjenja po 25bb.

Stoga i dalje ne vidimo čimbenik koji bi u narednim mjesecima mogao dovesti do stalnog pritiska na prinose u SAD-u.

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.	101,19	101,49	-0,23	-1,61	0,01	-0,37	9	-12
RHMF-O-203E	6,500	5.3.2020.	103,12	103,57	0,01	-0,89	-0,09	0,01	58	27
RHMF-O-222EO	0,500	7.2.2022.	100,90	101,65	0,12	-0,19	-0,04	0,01	9	-12
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	118,30	119,15	0,09	-0,18	-0,04	0,01	98	57
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	125,95	126,95	0,33	0,14	-0,04	0,01	121	27
RHMF-O-327A	3,250	10.7.2032.	117,55	118,95	1,72	1,61	-0,04	0,00	98	-12
Kunska obveznica										
RHMF-O-203A	6,750	5.3.2020.	103,15	103,45	0,19	-0,41	-0,10	0,01	-	-
RHMF-O-217A	2,750	8.7.2021.	104,75	105,25	0,14	-0,13	-0,03	0,00	-	-
RHMF-O-222A	2,250	7.2.2022.	105,00	105,70	0,16	-0,12	-0,05	0,00	-	-
RHMF-O-023A	1,750	27.11.2023.	106,50	107,25	0,20	0,03	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	124,25	125,05	0,30	0,17	-0,10	0,00	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	127,15	128,05	0,44	0,33	-0,10	0,00	-	-
RHMF-O-282A	2,875	7.2.2028.	119,10	120,10	0,55	0,44	0,00	0,00	-	-
RHMF-O-297A	2,375	9.7.2029.	117,10	118,20	0,58	0,48	-0,05	0,00	-	-

* 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 2022	3,785	30.5.2022.	110,40	110,70	0,04	-0,06	-0,10	0,01	93	53
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	115,10	115,50	0,23	0,16	-0,30	0,04	110	68
CROATIA 2027	3,000	20.3.2027.	119,20	119,60	0,40	0,35	-0,10	0,01	121	75
CROATIA 2028	2,700	15.6.2028.	119,20	119,70	0,46	0,41	-0,20	0,02	114	68
CROATIA 2029	1,125	19.6.2029.	105,90	106,50	0,50	0,44	-0,40	0,04	116	72
CROATIA 2030	2,750	21.1.2030.	121,80	122,50	0,58	0,51	-0,10	0,01	121	75
CROATIA 2019	6,750	5.11.2019.	100,50	101,25	3,25	-1,71	-0,10	0,21	102	86
CROATIA 2020	6,625	14.7.2020.	103,40	104,10	2,49	1,67	-0,10	0,03	65	55
CROATIA 2021	6,375	24.3.2021.	105,90	106,65	2,39	1,95	-0,20	0,08	70	70
CROATIA 2023	5,500	4.4.2023.	111,20	111,75	2,21	2,06	-0,20	0,04	63	69
CROATIA 2024	6,000	26.1.2024.	115,60	116,10	2,23	2,12	-0,30	0,05	67	73

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Njemačke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
1	0,000	11.9.2020.	100,67	-0,68	-0,13	0,12
2	0,000	10.9.2021.	101,48	-0,74	-0,30	0,14
3	0,000	7.10.2022.	102,48	-0,80	-0,42	0,13
4	0,000	13.10.2023.	103,27	-0,79	-0,63	0,14
5	0,000	18.10.2024.	103,84	-0,74	-0,83	0,15
6	1,000	15.8.2025.	110,49	-0,73	-0,99	0,15
7	0,000	15.8.2026.	104,91	-0,69	-1,07	0,14
8	0,500	15.8.2027.	109,22	-0,63	-1,26	0,14
9	0,250	15.8.2028.	107,45	-0,56	-1,42	0,15
10	0,000	15.8.2029.	105,01	-0,49	-1,60	0,15
20	4,250	4.7.2039.	189,10	-0,17	-4,95	0,16
30	0,000	15.8.2050.	97,61	0,08	-5,10	0,16

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Američke državne obveznice

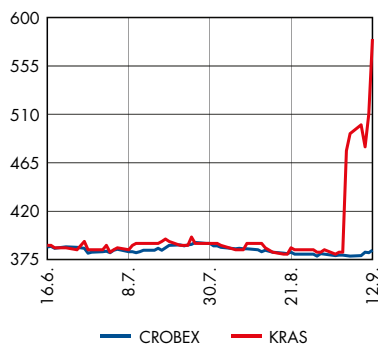
Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
2	1,500	31.8.2021.	99,54	1,74	-0,39	0,20
3	1,500	15.9.2022.	99,44	1,69	n/a	n/a
5	1,250	31.8.2024.	97,97	1,68	-1,16	0,25
10	1,625	15.8.2029.	98,22	1,82	-2,38	0,26
30	2,250	15.8.2049.	99,05	2,29	-5,98	0,27

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Tjedni pad CROBEX-a zaustavljen uz višu dinamiku trgovanja

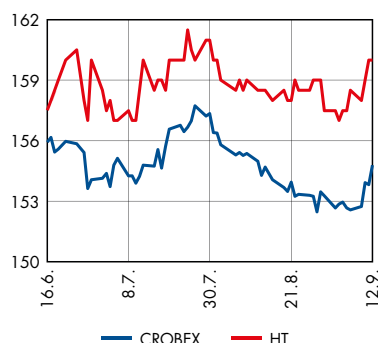
- Zamjetno viši tjedni volumen trgovanja na domaćem dioničkom tržištu
- Fokus investitora zadržan na dionicama Kraša

Kraš prehrambena industrija (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Hrvatski Telekom (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Protekli trgovinski tjedan obilježio je zamjetno viši volumen trgovanja, što je prvenstveno odraz intenzivnog fokusa investitora na dionicama **Kraša**. Istovremeno je na krilima značajno višeg obujma trgovanja preokrenut negativan niz na tjednoj razini te je ostvaren rast vrijednosti CROBEX-a od 1,0%. Ukupni tjedni promet od 65,9 mil. kuna gotovo je udvostručen (+91,0%) na tjednoj razini. Istovremeno je u proteklom tjednu zabilježena samo jedna blok transakcija i to dionicama **Hrvatskog Telekom** u vrijednosti od 3,9 mil. kuna. Prosječni dnevni redovni promet dionicama iznosio je 12,4 mil. kuna, što je u prosjeku za 6,7 mil. kuna viši promet po trgovinskom danu nego tjedan prije. U redovnom dijelu trgovanja ponovno je najlikvidnija bila dionica Kraša, kojom je ostvaren promet od 34,6 mil. kuna. Početkom tjedna Mesna industrija braća Pivac d.o.o. obavijestila je investicijsku javnost o namjeri objave ponude za preuzimanje dionica društva Kraš i pritom naglasila da su između Mesne industrije braća Pivac d.o.o. i društva Kraš-ESOP započeli pregovori s ciljem uspostavljanja odnosa zajedničkog djelovanja prema društvu Kraš. Prema objavi, cilj zajedničkog djelovanja bio bi daljnje stjecanje dionica Kraša te usuglašeno djelovanje na razini Glavne skupštine. Na dan objave obavijesti o namjeri objavljivanja ponude za preuzimanje najveći je pojedinačni dioničar bila Mesna industrija braća Pivac d.o.o. s 30,7% svih dionica društva Kraš, a zatim slijedi Kraš-ESOP s 18,5%. Međutim, visok interes za kupnju dionica Kraša nije jenjavao niti nakon obavijesti o namjeri objave ponude za preuzimanje te je na krilima tog interesa cijena dionice na tjednoj razini snažno poskočila za 22,0%. Vrijednost zaključne cijene dionice od 600,00 kuna stoga upućuje na trgovanje dionicama Kraša, prema podacima s Bloomberg, uz tekući multiplikator EV/EBITDA od 9,8x. Za usporedbu, ovogodišnja transakcija prodaje društva Bambi u vrijednosti od 260 mil. eura implicira vrijednost multiplikatora EV/EBITDA za usporedno društvo iz Srbije od 10,5x. Pritom se izračun EBITDA-e za potonje društvo temelji na objavljenim financijskim izvještajima za 2018. godinu, a prema kojima je društvo Bambi u prethodnoj godini ostvarilo EBITDA-u u iznosu od 2.923 mil. RSD odnosno 24,7 mil. eura.

Silvija Kranjec

Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	Početak god. %	Vrijednost*
13.9.2019.			
ATX (AT)	3,34	10,49	3.034
WIG30 (PL)	3,18	-3,08	2.502
NTX (SEE,CE,EE)	3,07	2,05	1.160
PX (CZ)	1,75	6,45	1.050
BELEX15 (RS)	1,70	-0,42	758
SASX10 (BH)	1,13	30,91	821
CROBEX (HR)	1,01	7,71	1.884
SBITOP (SI)	0,89	6,33	856
SOFIX (BG)	0,78	-2,66	579
BUX (HU)	-0,07	2,93	40.285
BETI (RO)	-0,15	25,03	9.232
MOEX (RU)	-0,40	17,60	2.786

* Zabilježeno u 16:30

Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rast/pad – CROBEX indeks

Dionica	1 tj. %	Cijena*
13.9.2019.		
Đuro Đaković Grupa	8,36	8
Končar – Elektroind.	5,00	630
Atlantska plovidba	3,90	453
Dalekovod	2,23	6
Atlantici Grupa	1,67	1.220
Podravka	1,25	405
Hrvatski Telekom	0,95	160
Ericsson NT	0,90	1.120

* Zabilježeno u 16:30.

Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Dionica	1 tj. %	Cijena*
13.9.2019.		
Zagrebačka banka	0,83	61
Maistra	0,67	302
Jadran	0,00	15
Adris grupa (P)	0,00	465
Valamar Riviera	-0,27	37
Arena Hospitality Gr.	-0,55	362
AD Plastik	-0,58	170
OT-Optima T.	-4,80	6

Raiffeisen istraživanja

Ekonomska i financijska istraživanja

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

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

Silvija Kranjec, financijski analitičar; tel.: 01/61 74 335, e-adresa: silvija.kranjec@rba.hr

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	EK – Europska komisija	kn, HRK – kuna
bb – bazni bodovi	EUR – euro	MF – Ministarstvo financija
BDP – bruto domaći proizvod	F – konačni podaci	MMF – Međunarodni monetarni fond
CES – Croatian Employment Service	FED – Federal Reserve System (Američka središnja banka)	pp – postotni poeni
CERP – Centar za restrukturiranje i prodaju	HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga	Q – tromjesečje
DZS – Državni zavod za statistiku	HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj	QoQ – tromjesečna promjena
ECB – European Central Bank (Europska središnja banka)	HICP – harmonizirani indeks potrošačkih cijena	RBA – Raiffeisenbank Austria d.d.
EDP – procedura prekomjernog deficita	HNB – Hrvatska narodna banka	SE – središnja Europa
EFSF – Europski fond za financijsku stabilnost	HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje	SNA – Sustav nacionalnih računa
ESB – European Central Bank (Europska središnja banka)	I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje	TZ – trezorski zapis
		UN – Ujedinjeni narodi
		USD – dolar
		WEF – World Economic Forum (Svjetski gospodarski forum)

Publikacija je dovršena 13. rujna 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 16. rujna 2019. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 16. rujna 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.

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 pouzdanim, 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 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.